



**Universidade de Aveiro**  
**Ano de 2014**

Instituto Superior de Contabilidade e Administração  
de Aveiro

**LARA DE CAMPOS**  
**AUGUSTO**

**COBERTURA DO RISCO FINANCEIRO NAS**  
**EMPRESAS DO PSI 20**





Universidade de Aveiro  
Ano de 2014

Instituto Superior de Contabilidade e Administração  
de Aveiro

**LARA DE CAMPOS  
AUGUSTO**

**COBERTURA DO RISCO FINANCEIRO NAS  
EMPRESAS DO PSI 20**

Dissertação apresentada à Universidade de Aveiro para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Contabilidade, ramo de Fiscalidade, realizada sob a orientação científica do Mestre Joaquim Alberto Neiva dos Santos e coorientação da Doutora Elisabete Fátima Simões Vieira, docentes do Instituto Superior de Contabilidade e Administração da Universidade de Aveiro



Dedico este trabalho à minha família, principalmente aos meus Pais que sempre me apoiaram e investiram na minha formação. Ao meu namorado pela paciência e força me deu para a realização deste trabalho. Sem o apoio deles nada disto seria possível.



## **o júri**

Presidente	Prof. Doutor João Francisco Carvalho de Sousa Professor Adjunto, Universidade de Aveiro
Vogal - Arguente Principal	Prof. Doutor Luís Miguel da Mata Artur Dias Pacheco Professor Auxiliar, Universidade Portucalense
Vogal - Orientador	Mestre Joaquim Alberto Neiva dos Santos Equiparado a Assistente do 2º Triénio (licenciatura), Universidade de Aveiro





## **agradecimentos**

Em primeiro lugar agradeço ao meu orientador Mestre Joaquim Alberto Neiva dos Santos e coorientadora Doutora Elisabete Fátima Simões Vieira, pela disponibilidade, orientação e aconselhamento nas várias etapas da realização deste trabalho.

Não podia deixar de agradecer à Mestre M<sup>a</sup>. do Céu Vieira pelo apoio prestado ao longo deste percurso.

Aos meus Pais pelo apoio incondicional e pelo facto de, mesmo perante os obstáculos, nunca me terem deixado desistir.



## palavras-chave

Risco financeiro, cobertura, risco de câmbio, risco de crédito, risco de taxa de juro, risco de liquidez e risco de preço.

## resumo

Na presente dissertação pretende-se estudar a cobertura do risco financeiro nas empresas do PSI 20.

O conceito de risco e os instrumentos para a sua cobertura são temas essenciais na era global em que vivemos, pois cada vez mais o dia a dia é pautado por céleres mudanças e constantes incertezas, onde os investidores são cada vez mais exigentes. Assim, torna-se fundamental estudar todos os temas relacionados com o risco e de que forma se adaptam e protegem as empresas. Neste âmbito foi efetuada uma análise aos relatórios e contas (individuais e consolidadas) das empresas que compõem o PSI 20, entre 2008 e 2012, de forma a identificar os riscos financeiros a que estavam as empresas sujeitas, bem como os instrumentos de cobertura utilizados.

Foi, ainda, feita uma comparação entre setores típicos da atividade económica o que permitiu a identificação de diferenças a nível do tipo de risco financeiro a que cada setor estava mais sujeito, bem como distintas formas de cobertura e utilização de instrumentos para cobertura desses mesmos riscos.

No que se refere à identificação do risco financeiro, verificámos que os riscos presentes nas empresas do PSI 20 são: o risco de crédito, o risco de câmbio, o risco de taxa de juro, o risco de liquidez e o risco de preço. Quanto aos instrumentos utilizados para a sua cobertura, constatamos que a maioria das empresas escolhe o instrumento que mais se adequa às suas necessidades. À exceção de determinados produtos, tais como os *swaps* ou os *forwards* para cobertura do risco de câmbio e de taxa de juro, não se identificou preferência por nenhum instrumento de cobertura em particular.



**keywords**

Financial Risk, *hedging*, credit risk, exchange risk,

**abstract**

This thesis intends to study financial risk's hedge in the PSI 20 companies.

The concept of risk and instruments for determining their hedges are key issues in the global era which we live in as our days are marked, more and more, by rapid financial changes, uncertainties and increasingly demanding investors. Thus, it becomes essential to study all risk related issues and how businesses adapt and protect themselves against it. In this context it was performed an analysis on the annual individual and consolidated financial statements and balance sheets of all PSI 20 companies, between 2008 and 2012. The aim of this analysis was to identify to what type of risks were these firms were subject to and what type of hedging instruments were used.

With this study, we were also able to compare between national key sectors of economic activity allowing us to identify what risks are associated to which financial sector, as well as which form of instrumental hedges are used to minimize risk.

Regarding financial risks we identified the following in PSI 20 firms: credit risk, currency risk, interest rate risk, liquidity and price risk. As counter measures we found that these firms use as hedge the instruments that best suits their needs. In this aspect no preference on any particular hedging instrument was found, except in the case of swaps and forwards products, as hedge for currency risk and interest rates.



## Sumário

Índice de Siglas e Acrónimos .....	iii
Índice de Quadros .....	v
Índice de Figuras .....	vii
1 Introdução.....	1
2 Revisão da literatura .....	3
2.1 Conceito de risco .....	3
2.2 Tipologia de riscos .....	5
2.3 Conceito e tipologia de riscos financeiros.....	7
2.4 Gestão do risco ( <i>Hedging</i> ) .....	8
2.5 Determinantes da cobertura do risco.....	9
2.5.1 O efeito no valor .....	10
2.5.2 O efeito fiscal.....	11
2.5.3 Custos de insolvência financeira.....	11
2.5.4 Política de investimento.....	12
2.5.5 Política de dividendos.....	12
2.5.6 Risco perceptível .....	12
2.5.7 Dimensão da empresa <i>versus</i> Diversificação do investimento.....	13
2.5.8 Proposições acerca do risco.....	13
2.6 Instrumentos de cobertura do risco financeiro .....	14
2.6.1 Swaps.....	15
2.6.2 Futuros .....	15
2.6.3 Forwards .....	16
2.6.4 Opções.....	16
2.6.5 Modelos de gestão do risco de crédito.....	17
2.6.6 Modelos de gestão do risco de liquidez .....	17
2.7 Estudos empíricos.....	17
3 Método de Pesquisa .....	21
3.1 Amostra.....	21
3.2 Metodologia .....	23
4 Análise e discussão dos resultados .....	25
4.1 Caracterização da amostra .....	25
4.2 Análise dos dados.....	26

4.2.1	Divulgação do risco financeiro.....	26
4.2.2	Cobertura do risco de crédito .....	31
4.2.3	Cobertura do risco de câmbio .....	33
4.2.4	Cobertura do risco de taxa de juro .....	35
4.2.5	Cobertura do risco de liquidez.....	36
4.2.6	Cobertura do risco de preço.....	39
4.3.	Análise por setor de atividade .....	40
4.3.1	Risco financeiro por setor de atividade económica .....	41
4.3.2	Instrumentos de cobertura do risco financeiro: setor secundário e terciário.....	42
4.4	Discussão dos resultados: resposta aos objetivos da investigação .....	50
5	Conclusões .....	53
	Bibliografia .....	57
	Anexos .....	I



## Índice de Siglas e Acrónimos

<b>CMVM</b>	Comissão de Mercado de Valores Mobiliários
<b>CP</b>	Curto Prazo
<b>ICAEW</b>	<i>Institute of Chartered Accountants in England and Wales</i>
<b>ICB</b>	<i>Industry Classification Benchmark</i>
<b>IFA</b>	<i>International Federation Accounts</i>
<b>IFAC</b>	<i>International Federation of Accountants</i>
<b>IFRS</b>	<i>International Financial Reporting Standard</i>
<b>MLP</b>	Longo Prazo
<b>PMR</b>	Prazo Médio de Recebimentos
<b>PSI 20</b>	<i>Portuguese Stock Index</i>
<b>RL</b>	Resultado Líquido
<b>SNC</b>	Sistema de Normalização Contabilística



## Índice de Quadros

Quadro 1. O conceito de risco segundo vários autores e organizações .....	4
Quadro 2. Tipologia de riscos .....	5
Quadro 3. Tipologia de Riscos Financeiros.....	7
Quadro 4: Possíveis efeitos da gestão do risco no valor da empresa .....	10
Quadro 5: Identificação das empresas que compõem o PSI 20.....	22
Quadro 6: Identificação das entidades excluídas da amostra .....	22
Quadro 7: Caracterização das empresas da amostra por setor segundo o ICB .....	25
Quadro 8: Nº de empresas que divulgaram o risco, entre 2008 e 2012 – Contas Individuais.....	26
Quadro 9: Nº de empresas que divulgaram o risco, entre 2008 e 2012 – Contas Consolidadas.....	27
Quadro 10: Nº de empresas sujeitas e não sujeitas aos diversos riscos financeiros, entre 2008 e 2012 – Contas Individuais .....	29
Quadro 11: Nº de empresas sujeitas aos diversos riscos financeiros, entre 2008 e 2012 – Contas Consolidadas.....	30
Quadro 12: Nº de empresas sujeitas ao risco de preço - Contas individuais.....	39
Quadro 13: Caracterização das empresas da amostra segundo o setor de atividade .....	40
Quadro 14: Instrumentos de cobertura do risco de preço por setor de atividade nas contas individuais.....	49



## Índice de Figuras

Figura 1: Caracterização da amostra por setor de atividade .....	26
Figura 2: Divulgação do risco financeiro – Contas individuais.....	27
Figura 3: N% de empresas sujeitas aos diversos riscos financeiros – Contas individuais	29
Figura 4: Nº de empresas sujeitas aos diversos riscos financeiros – Contas consolidadas .....	30
Figura 5: Instrumentos de cobertura do risco de crédito nas contas individuais .....	31
Figura 6: Instrumentos de cobertura do risco de crédito nas contas consolidadas.....	32
Figura 7: Instrumentos de cobertura do risco de câmbio nas contas individuais .....	33
Figura 8: Instrumentos de cobertura do risco de câmbio nas contas consolidadas .....	34
Figura 9: Instrumentos de cobertura do risco de taxa de juro nas contas individuais .....	35
Figura 10: Instrumentos de cobertura do risco de taxa de juro nas contas consolidadas .....	35
Figura 11: Instrumentos de cobertura do risco de liquidez nas contas individuais.....	36
Figura 12: Instrumentos de cobertura do risco de liquidez nas contas consolidadas .....	38
Figura 13: Instrumentos de cobertura do risco de preço nas contas consolidadas.....	39
Figura 14: % de empresas sujeitas ao risco financeiro por setor de atividade – Contas individuais.....	41
Figura 15: % de empresas sujeitas ao risco financeiro por setor de atividade - Contas consolidadas.....	41
Figura 16: Instrumentos de cobertura do risco de crédito por setor de atividade nas contas individuais.....	42
Figura 17: Instrumentos de cobertura do risco de crédito por setor de atividade nas contas consolidadas.....	43
Figura 18: Instrumentos de cobertura do risco de câmbio por setor de atividade nas contas individuais .....	44
Figura 19: Instrumentos de cobertura do risco de câmbio por setor de atividade nas contas consolidadas .....	45
Figura 20: Instrumentos de cobertura do risco de taxa de juro por setor de atividade nas contas individuais .....	46
Figura 21: Instrumentos de cobertura do risco de taxa de juro por setor de atividade nas contas consolidadas .....	46

Figura 22: Instrumentos de cobertura do risco de liquidez por setor de atividade nas contas individuais .....	47
Figura 23: Instrumentos de cobertura do risco de liquidez por setor de atividade nas contas consolidadas .....	48
Figura 24: Instrumentos de cobertura do risco de preço por setor de atividade nas contas consolidadas .....	49

# 1 Introdução

Se procurarmos um significado de risco, as associações mais comuns serão “perigo”, “prejuízo” ou “instabilidade”. Desde sempre que “risco” está associado a algo negativo que devemos evitar. Contudo, o conceito de risco não consiste somente em acontecimentos negativos, podendo igualmente ser visto como uma possibilidade de aproveitamento de oportunidades e ganhos.

Uma clara identificação dos riscos financeiros e uma gestão eficaz, adaptada ao perfil financeiro de cada empresa, permite a redução ou eliminação da eventual possibilidade de não concretização dos resultados esperados. Assim sendo, é necessário o estabelecimento de estratégias e a adoção da política e dos instrumentos de cobertura mais adequados, de modo a implementar medidas corretivas de forma mais rápida e eficaz.

Assim, tanto a nível nacional como internacional, os temas relacionados com o risco a que as empresas estão sujeitas, a sua análise, gestão e cobertura, assumem cada vez maior relevância, tornando-se então necessário explorar este tema e perscrutar de que forma é efetivamente o risco coberto, que políticas e instrumentos são utilizados.

Neste contexto vamos proceder à análise da divulgação do risco, bem como das respetivas estratégias de gestão e cobertura deste, recorrendo para tal à informação relatada pelas empresas não financeiras que compõem o PSI 20, nos Relatórios e Contas Anuais, dividindo a análise em dados individuais, consolidados e setor tipicamente económico onde se inserem as empresas, entre os anos de 2008 e 2012.

Com este trabalho pretende-se:

- Identificar quais os riscos financeiros divulgados pelas empresas nos seus relatórios anuais;
- Analisar de que forma são esses riscos cobertos e quais os instrumentos de *hedging*<sup>1</sup> utilizados;

---

<sup>1</sup> *Hedging*: Cobertura do risco.

- Perceber as eventuais diferenças em sede de gestão do risco entre empresas individualmente consideradas e contas consolidadas;
- Identificar possíveis diferenças entre os riscos financeiros e formas de cobertura presentes em cada setor e eventuais diferenças que possam existir de setor para setor de atividade.

O presente estudo encontra-se organizado do seguinte modo. Após a introdução enquadadora do tema, no capítulo 2 será feita a revisão da literatura, bem como a análise de alguns estudos empíricos que abordaram a temática da gestão do risco. No capítulo seguinte, relata-se a metodologia utilizada e formulam-se os objetivos e as questões orientadoras da investigação, e ainda a caracterização da amostra. No capítulo 4 efetua-se a análise dos dados, bem como a apresentação e discussão dos resultados da análise dos Relatórios e Contas anuais das empresas do PSI 20 relativamente à cobertura do risco financeiro. Por último, tecem-se as principais conclusões, as limitações do estudo e futuras linhas de investigação.



## 2 Revisão da literatura

### 2.1 Conceito de risco

Na literatura são várias as definições de risco encontradas, todas elas confluindo para a ocorrência de um acontecimento incerto. Embora várias definições de risco apontem para algo indesejável, associado a perigo ou ameaça, outras definições consideram que o risco está associado a incerteza, que tanto poderá originar futuras perdas, como oportunidades ou ganhos.

Vários autores defendem que o risco é o resultado da combinação de vários fatores de instabilidade inerentes à atividade de negócios. Saber gerir, ignorar ou explorar a exposição da organização a esses fatores será a chave para reduzir a possibilidade de falhas e aumentar a probabilidade de sucesso, podendo conduzir, inclusive, à criação de valor para as empresas.

Alguns autores fazem a distinção entre risco e incerteza. Para Knight (1964), risco e incerteza são diferentes, já que enquanto o risco pode ser medido, a incerteza é algo imensurável. Assim, a principal diferença entre risco e incerteza está associada à possível quantificação ou não das probabilidades de ocorrência de determinado resultado, ou seja, a possível quantificação da incerteza no que respeita a perdas ou ganhos.

Segundo o *International Federation Accounts* e o *International Federation of Accountants* (1999) o verdadeiro potencial de uma empresa só é atingido quando é feita uma gestão dos riscos, explorando tanto o “lado positivo”, como o “lado negativo”. O primeiro tem em conta que “o risco é inerente aos negócios” (IFAC, 1999) e que deve ser gerido de forma a melhor potenciar as oportunidades e, finalmente, o lucro. Só o equilíbrio entre risco e retorno poderá maximizar a riqueza dos *stakeholders*; o segundo requer uma boa gestão do “lado positivo”, combinando a conformidade das políticas de gestão do risco com o desempenho da organização, reduzindo, assim, a possibilidade da sua ocorrência (IFAC, 1999). No Quadro 1 apresentam-se de forma resumida algumas definições de risco, de acordo com vários autores:

**Quadro 1. O conceito de risco segundo vários autores e organizações**

<b>Autores</b>	<b>Conceito de risco</b>
IFAC (1999)	Acontecimentos futuros incertos, que poderão influenciar a conquista dos objetivos estratégicos e operacionais da organização.
Lupton (1999)	Evento no qual se conhecem as estimativas da probabilidade da sua ocorrência.
Solomon, Solomon, & Norton (2000)	Incerteza associada tanto a um ganho como a uma perda. Num sentido mais amplo, poderá referir-se a todos os tipos de risco enfrentados pelas empresas.
Damodaran (2001)	Probabilidade da rentabilidade associada a um determinado investimento.
Pinto (2002)	Algo indesejável e inesperado, que se pretende eliminar ou reduzir.
Linsley & Shrides (2006)	Algo que incorpora tanto os resultados negativos como positivos de eventos que ocorreram ou poderão vir a ocorrer.
Monahan (2008)	Associado a incerteza, podendo ser representado como uma distribuição de possíveis resultados.
ICAEW (2011)	Qualquer resultado futuro, seja ele bom ou mau. Pode também referir-se à variabilidade em torno de um resultado.
Pinho, Valente, Madaleno, & Vieira (2011)	Probabilidade de em determinada situação o resultado obtido não ser o desejado.
Alves & Graça (2013)	Possibilidade de ocorrência de eventos cujas consequências podem constituir oportunidades para obter vantagens (lado positivo) ou ameaças ao sucesso (lado negativo).
Bacic, Silveira, & Souza (2013)	Medida de dispersão dos possíveis resultados que a organização espera obter, refletindo-se na rentabilidade associada a uma distribuição de probabilidades.
Genov (2013)	Instabilidade criada por mudanças rápidas e contínuas a nível tecnológico, económico, político e cultural.

Fonte: Elaboração própria

Analisando as diversas definições, podemos verificar que o conceito de risco engloba tanto as perdas, ameaças ou danos, como as oportunidades e ganhos associados à incerteza da ocorrência de determinados acontecimentos. Podemos então concluir que o risco poderá ser encarado como:

- **Perda, ameaça ou dano:** quando a ocorrência de determinado evento afeta negativamente a organização, colocando em risco a prossecução dos seus objetivos e a criação de valor;

- **Oportunidade ou ganho:** representa um acontecimento que afeta de forma positiva a organização, ou seja, permite a criação de valor;
- **Simples incerteza:** representa meramente os efeitos negativos e positivos de determinado acontecimento.

Se, por um lado, estar demasiado exposto ao risco aumenta a probabilidade de não obter os resultados esperados, por outro lado, não correr riscos poderá significar perda de oportunidades e, conseqüentemente, não maximização da criação de valor para as empresas. Desta forma, é necessária a gestão do risco, através da implementação de políticas em conformidade com os objetivos da organização, a rentabilidade que se pretende obter e a maximização da riqueza dos acionistas (IFA & IFAC, 1999). Esta gestão do risco é essencial e será abordada pormenorizadamente mais à frente.

## 2.2 Tipologia de riscos

Existem vários fatores económicos, sociais, culturais e tecnológicos que podem influenciar a exposição ao risco, sendo, por consequência, vários os tipos de risco que podem afetar as organizações. Neste contexto, segundo Linsley & Shrives (2006), o risco pode ser dividido nas seguintes categorias, conforme se expõe no Quadro 2:

**Quadro 2. Tipologia de riscos**

Tipos de risco	Conceito
Risco Financeiro	Engloba o risco de taxa de juro, risco de câmbio, risco de mercado, risco de liquidez e risco de crédito.
Risco Operacional	Abrange a satisfação do cliente, desenvolvimento de produtos, eficiência e desempenho, abastecimento, gestão de Recursos Humanos, fracasso de produtos e serviços, saúde e segurança e erosão da marca.
Risco <i>Empowerment</i>	Abrange a liderança e gestão, <i>outsourcing</i> , incentivos ao desempenho, alteração da disponibilidade e comunicação.
Risco de Divulgação e Tecnológico	Abrange o que respeita a integridade, o acesso e a disponibilidade da informação
Risco de Integridade	Engloba a fraude interna, a prática de atos ilegais e a reputação.
Risco estratégico	Abrange toda a análise do meio envolvente (ambiente, indústria, portfólio de negócios, concorrência, preços e planeamento).

Fonte: Linsley & Shrives (2006)

Já para Brealey, Myers, & Allen (2007), Pinho et al. (2011) e Seabra (2013), o risco pode ser distinguido em dois tipos: risco específico da empresa e risco de mercado.

- **Risco específico:** refere-se ao risco que afeta isoladamente uma a empresa, grupos de empresas, ou um setor de atividade específico, risco este que pode ser reduzido através da diversificação de ativos numa carteira (Brealey et al., 2007).
- **Risco de mercado:** é transversal a todas as empresas, não podendo ser eliminado através da constituição de uma carteira diversificada (Seabra, 2013). Financeiramente é o único risco relevante, pelo qual os investidores esperam ser compensados através do nível de rendibilidade dos seus investimentos (Pinho et al., 2011).

Pinho et al. (2011) e Seabra (2013) diferenciam ainda o risco contínuo e risco ocasional:

- **Risco contínuo:** advém de um fator que sofre continuamente alterações (por exemplo: as taxas de juro, de inflação ou de câmbio);
- **Risco ocasional:** depende da ocorrência de um episódio específico (por exemplo: uma catástrofe natural).

Outra distinção feita por Pinho et al. (2011) é entre o risco de negócio ou operacional, o risco estratégico e o risco financeiro:

- **Risco de negócio ou operacional:** consiste no conjunto de riscos tomados voluntariamente pela empresa para alcançar uma vantagem competitiva face aos concorrentes, criando, assim, valor para o acionista.
- **Risco estratégico:** está relacionado com as alterações que poderão ocorrer a nível económico, social ou político.
- **Risco financeiro:** está associado a possíveis alterações nos mercados financeiros.

No presente trabalho vamos analisar a cobertura do risco financeiro, pelo que consideramos relevante definir este tipo de risco mais detalhadamente.

## 2.3 Conceito e tipologia de riscos financeiros

Segundo Bacic et al. (2013, p. 51) “o risco financeiro está associado à possibilidade de perdas no mercado financeiro” conduzindo à não ocorrência ou dispersão dos resultados esperados, e podendo ter diversas características diferenciadoras. Neste sentido, pode assumir diferentes tipologias de risco, como: i) risco de crédito; ii) risco de soberania; iii) risco de volatilidade; iv) risco de desfasamento; v) risco de base; vi) risco de entrega; e ainda vii) risco de mercado. Este último pode assumir a forma de risco de câmbio ou risco de taxa de juro. O Quadro 3 apresenta as várias definições de riscos financeiros:

**Quadro 3. Tipologia de Riscos Financeiros**

<b>Tipos de Risco Financeiro</b>	<b>Conceitos</b>
Risco de crédito (ou de contrapartida)	Está associado à possibilidade de uma das partes contratuais não cumprir as obrigações assumidas de realizar os pagamentos devidos nas datas de vencimento (Pinho et al., 2011).
Risco de soberania	Ocorre nas dívidas de um país globalmente consideradas por circunstâncias inerentes à soberania dos Estados, ou em geral, distintas do risco comercial (Pinto, 2002, p. 87).
Risco de volatilidade (ou de trajetória)	Está relacionado com os fatores de variação responsáveis pelas flutuações de taxas de juro e taxas de câmbio (Pinto, 2002, p. 87).
Risco de desfasamento	Está associado à divergência entre vencimentos e montantes, em operações em que estão previstas trocas de posições. Verifica-se quando não existe coincidência entre montantes e/ou vencimentos de recebimentos e pagamentos relativos às posições que se relacionam entre si (Pinto, 2002, p. 87).
Risco de base	Reside “na variação desfavorável em relação a uma determinada posição estratégica de cobertura” (Costa Ran e Font Vilalta cit. por Pinto, 2002, p. 87).
Risco de entrega	Está associado ao crédito tradicional adaptado aos produtos do mercado (adiantamento de divisas, entre outras) e que está ligado à não entrega em devido tempo dos fundos negociados para serem postos à disposição da contraparte numa data futura (futuros) (Pinto, 2002, p. 87)
Risco de câmbio	Está relacionado com a variação de preços de uma divisa relativamente a outra. Uma empresa está sujeita a este tipo de risco quando efetua operações comerciais ou de financiamento com um agente económico estrangeiro com uma moeda diferente da sua. Este desfasamento pode, também, ser favorável à empresa (Pinto, 2002, p. 87).
Risco de taxas de juro	Prende-se com a volatilidade que lhes é inerente. Esta volatilidade tem a ver com as variações que as taxas de juro sofrem, motivadas por fatores económicos, sociais, políticos, entre outros (Pinto, 2002, p. 88).

Fonte: Sistematização própria

Da análise do quadro, concluímos que o risco financeiro está diretamente relacionado com os ativos e passivos da empresa, a estrutura financeira da empresa e a forma como esta se financia.

## 2.4 Gestão do risco (*Hedging*)

É fundamental e um objetivo primordial das empresas proceder à cobertura do risco, já que qualquer ato de negócio implica por si só enfrentar todo o tipo de riscos. Assim, e por forma a reduzir ou eliminar a possibilidade de afastamento ou não concretização dos resultados esperados, as empresas devem adotar medidas de gestão do risco (Cruz, Quental & Henriques, 2010).

Pinho et al. (2011, p. 19) consideraram a cobertura do risco “como o ato de gerir um tipo particular de risco, o risco de mercado”. Ou seja, a cobertura do risco iria centrar-se no risco de mercado (não diversificável), abarcando todas as políticas adotadas pela empresa com vista à redução da incerteza associada a determinada ocorrência (Pinho et al., 2011).

Neste contexto, Pinho et al., (2011) referem dois grandes tipos de políticas de cobertura do risco:

- ***off-balance sheet hedging*** – efetuado através da utilização de instrumentos financeiros, tais como *forwards*, futuros, *swaps* e opções. Ou seja, a empresa terá de recorrer a mercados financeiros.
- ***on-balance sheet hedging*** – comporta as medidas tomadas internamente, sem recorrer aos mercados financeiros. Poderá passar pela implementação de medidas estratégicas, alteração de formas de financiamento ou investimento, como a deslocalização da produção para outros países ou financiamento em moeda estrangeira, por exemplo.

Numa visão mais inovadora, sendo a criação de valor a finalidade última de qualquer investidor e tendo em conta que o risco é parte integrante da procura de valor, as empresas com espírito inovador e estratégico não se esforçam para eliminar o risco ou minimizá-lo (Deloitte & Touche LLP, 2012). Esta perspetiva representa uma mudança na visão tradicional do risco “como algo a evitar”. Em vez disso, as empresas procuram gerir

a exposição ao risco tentando cobri-lo e não eliminá-lo por completo (Deloitte & Touche LLP, 2012).

A gestão do risco financeiro implica uma abordagem sistemática e estratégica para a incerteza no que respeita a operações financeiras, reputação, crédito, liquidez/solvência, carteiras e mercados (Tarantino & Cernauskas, 2011). Segundo estes autores, para a prossecução dos objetivos da empresa e cobertura do risco financeiro, deve ser adotado um quadro de gestão do risco de acordo com os seguintes passos i) Identificar os eventos e situações relevantes para os objetivos da empresa, ii) ordenar os riscos em termos de probabilidades e consequências, iii) desenvolver uma estratégia de atenuação de risco (harmonizando custos e benefícios) e, iv) supervisionar e avaliar a progressão da estratégia de atenuação do risco adotada.

De acordo com Tarantino & Cernauskas (2011) a estratégia de mitigação do risco financeiro inclui:

- Anulação (Anulação das atividades e processos que criam riscos);
- Redução (Redução da probabilidade e/ou das consequências do risco);
- Transferência (Transferência ou partilha de porções do risco através de seguros ou outros instrumentos);
- Monitorização (acompanhamento contínuo e auditoria de contramedidas de mitigação do risco);
- Aceitação (Aceitação do risco, não estabelecendo nenhuma estratégia).

Depois de definido o *hedging*, e como achamos que os gestores irão adaptar a cobertura do risco ao perfil de financiamento, investimento e projetos futuros da empresa iremos, de seguida, apresentar alguns determinantes da cobertura do risco.

## **2.5 Determinantes da cobertura do risco**

Antes de abordar os instrumentos de cobertura do risco utilizados pelas empresas, é fundamental compreender os vários efeitos que a cobertura do risco poderá ter sobre a organização. Damodaran (2001) e Pinho et al. (2011) são alguns dos autores que identificam esses efeitos ou determinantes, tais como o efeito sobre o valor da empresa,

o efeito fiscal, custos de insolvência financeira, políticas de investimento e de dividendos, risco perceptível e investidores não diversificados.

### 2.5.1 O efeito no valor

O valor da empresa resulta do quociente entre os *cash-flows* futuros esperados e a taxa de desconto utilizada para calcular o valor atual, a qual reflete o risco específico e o mix de financiamento usado pela empresa. Assim, para que a gestão do risco afete o valor da empresa, terá de ter impacto sobre uma das variáveis, ou em ambas. Sendo a diminuição da variabilidade dos resultados um dos objetivos da cobertura do risco, poderá ocorrer um dos seguintes cenários:

**Quadro 4: Possíveis efeitos da gestão do risco no valor da empresa**

Efeito no <i>Cash-Flow</i>	Efeito na taxa de desconto	Efeito no Valor
Nenhum	Nenhum	Nenhum
Diminui	Nenhum	Diminui
Nenhum	Diminui	Aumento
Diminui	Diminui	Depende do RL

Fonte: Adaptado de Damodaran (2001)

Da análise do quadro acima, pode dizer-se que em qualquer um dos dois primeiros cenários a redução do risco específico da empresa não terá efeitos positivos sobre o valor dos *cash-flows* da empresa. Mais particularmente, a redução do risco específico não irá alterar o valor dos *cash-flows* esperados, as decisões de investimento e o *mix* de financiamento.

Contudo, e caso um destes pressupostos não se cumpra, a gestão do risco poderá aumentar o valor da empresa.

Nos dois últimos cenários, se a empresa cobrir o risco sem custos, a volatilidade dos *cash-flows* irá diminuir, provocando unicamente a descida da taxa de desconto e aumentando o valor da empresa. Contudo, se a cobertura do risco acarretar custos, tanto os *cash-flows* como a taxa de desconto irão diminuir, assim o valor da empresa vai depender do Resultado Líquido, da variação dos *cash-flows* e da taxa de desconto utilizada.



### 2.5.2 O efeito fiscal

De acordo com Damodaran (2001) e Pinho et al. (2011), o efeito fiscal da gestão do risco é visto analisando o valor da empresa após a aplicação de impostos, uma vez que a aplicação de estratégias de cobertura ao diminuir a volatilidade dos resultados antes de impostos, permitirá à empresa pagar um menor valor de impostos.

Assim, qualquer efeito que a estratégia de *hedging* tenha sobre o valor esperado dos impostos pagos, vai afetar o valor esperado dos *cash-flows* depois de impostos, afetando o valor da empresa.

Por um lado, se as taxas de imposto forem constantes e as perdas poderem ser reportadas nos exercícios que apresentem lucro, a gestão do risco não afeta a poupança fiscal, logo não tem qualquer efeito sobre o valor da empresa. Por outro lado, se as taxas de imposto aumentarem com o lucro ou se houver restrições ao reporte de prejuízos fiscais, a gestão do risco poderá aumentar a poupança fiscal e desta forma, o valor da empresa.

### 2.5.3 Custos de insolvência financeira

A utilização de uma estratégia de *hedging* vai diminuir a probabilidade da empresa não conseguir fazer face aos seus compromissos financeiros, logo irá diminuir também a probabilidade da empresa enfrentar uma situação de insolvência financeira.

Desta forma, um benefício óbvio da cobertura do risco, principalmente para as grandes empresas com títulos cotados em bolsa, onde os custos indiretos são normalmente mais significativos, seria a diminuição dos custos diretos e indiretos da situação de falência.

Por outro lado, e uma vez que os custos associados à falência são uma função decrescente do valor da empresa, e se considerarmos a taxa de imposto constante ou crescente com o valor antes de impostos da empresa, o valor da empresa, líquido de custos de insolvência e depois de impostos, será mais elevado se a empresa utilizar uma estratégia de cobertura do risco.

#### 2.5.4 Política de investimento

Num ambiente perfeito, sem custos de transação e mercados eficientes, os gestores iriam tomar decisões de investimento apenas com base nos projetos considerados lucrativos, financiando-se para investir somente nesses projetos. No entanto, as decisões no "mundo real" são muito mais complexas, sendo tomadas com base numa série de fatores, nomeadamente na aversão ao risco. Muitas vezes os gestores são mais avessos ao risco do que os seus *stakeholders*, dadas as consequências para eles próprios. Por outro lado, os obrigacionistas podem estipular restrições à política de investimento, dada a sua preocupação em relação a variações no risco. No que respeita aos mercados financeiros, estes podem também não fazer uma avaliação justa dos projetos. Desta forma, e devido a todas estas restrições, as empresas poderão não financiar externamente os seus projetos, acabando por não os executar.

Assim, a utilização de uma estratégia de gestão do risco poderá eliminar todas estas restrições, contribuindo para a realização dos projetos empresariais.

#### 2.5.5 Política de dividendos

A gestão do risco permite, tal como já foi referido, a diminuição da volatilidade dos *cash-flows*, o que possibilitará à empresa ter uma política de dividendos mais flexível. Desta forma, poderão ser distribuídos pelos acionistas valores que seriam retidos para fazer face a situações de risco.

Caso houvesse uma maior retenção de fundos, o valor da empresa poderia ser afetado, se estes fossem investidos em projetos de menor qualidade e menos rentáveis. O uso de instrumentos de cobertura de risco leva a uma menor retenção, o que poderá traduzir-se num menor investimento em projetos de menor qualidade, logo a um aumento do valor da empresa ao longo do tempo.

#### 2.5.6 Risco percetível

As empresas podem considerar que os mercados não avaliam o risco a que estão sujeitas da forma mais justa ou correta, considerando que estas se encontram expostas a

um risco superior ao devido. Se o risco de que decorrem estas avaliações estiver coberto, esta percepção poderá ser alterada.

### 2.5.7 Dimensão da empresa *versus* Diversificação do investimento

As empresas de menor dimensão são, tanto a nível de investidores como de investimentos, menos diversificadas, logo a sua propensão para cobertura do risco será menor do que para uma empresa de grande dimensão. Podemos, assim dizer que as empresas de maior dimensão serão mais ativas na utilização do *hedging*, não só pela diversificação dos seus investidores/investimentos como também pela sua inserção em mercados financeiros de maior dimensão e consequentemente de maior volatilidade.

### 2.5.8 Proposições acerca do risco

Depois de analisados os efeitos ou determinantes da gestão do risco e tal como foi referido por Damodaran (2001), podem ser expressas as seguintes proposições:

**Proposição 1** - Se o risco poder ser coberto a um custo negligenciável, por meio de decisões operacionais, financeiras ou por meio de instrumentos financeiros, a empresa deve fazê-lo. No pior dos casos, a cobertura de risco não terá qualquer efeito sobre o valor da empresa; no melhor dos casos, ela trará retornos positivos à empresa, que permitirão aumentar o seu valor.

**Proposição 2** - Se a cobertura de risco tiver custos, só fará sentido efetuá-la quando os benefícios a ela associados, tal como redução nos impostos, aumento na capacidade de endividamento ou melhores decisões de investimento, excederem os respetivos custos.

A partir destas proposições, podem ser apresentados os seguintes corolários (Damodaran, 2001) :

**Corolário 1:** As empresas detidas por um número reduzido de acionistas tenderão a ter maiores benefícios do *hedging* do que as empresas com capital bastante disperso e com investidores bem diversificados.

**Corolário 2:** As empresas com grandes conflitos de agência entre gestores e acionistas, ou entre acionistas e obrigacionistas, tenderão a beneficiar mais do *hedging* do que as empresas que não sofrem desses problemas e terão uma expansão nas suas alternativas de investimento.

**Corolário 3:** As empresas mais expostas aos custos indiretos de falência beneficiarão também mais do *hedging*, por via da redução dos custos esperados de falência e do aumento do rácio de endividamento ótimo.

Depois de identificados os riscos a que a empresa está exposta e todas as suas determinantes, terá de se proceder à seleção da estratégia de cobertura de risco, bem como à escolha do melhor instrumento para cobrir esses riscos. Deste modo, iremos apresentar alguns instrumentos de cobertura do risco financeiro.

## 2.6 Instrumentos de cobertura do risco financeiro

Os instrumentos financeiros são um dos mecanismos que estão ao dispor da empresa, nomeadamente para fins de cobertura de risco, em particular, os derivados. De acordo com Pinho et al. (2011, p. 114) os derivados são instrumentos financeiros “essencialmente utilizados para a cobertura do risco (*hedging*), podendo igualmente ser usados por motivos especulativos e arbitragistas.” Para ser feita a cobertura do risco através de contratos de derivados, o investidor deverá adquirir no mercado de derivados uma posição idêntica mas de sentido oposto à do ativo que detém, ou seja, a cobertura do risco (*hedging*) é feita através da tomada de posição nos contratos derivados contrária à assumida no mercado *spot* (Pinho et al., 2011).

Atualmente, e devido a uma maior variabilidade dos mercados e maior diversidade de produtos financeiros, existe uma grande quantidade de derivados. Dentro deste tipo de produtos derivados, podem ser destacados quatro: i) *swaps*, ii) *futuros*, iii) *forwards* e iv) *opções*. Existem ainda modelos de gestão do risco de crédito e do risco de liquidez. Iremos de seguida definir cada um deles e apresentar algumas das suas características.

### 2.6.1 Swaps

A palavra *swap* significa permuta. Os contratos *swaps* “são aqueles em que as partes intervenientes se comprometem a trocar entre si fluxos de tesouraria durante um período de tempo acordado” (Pinho et al., 2011, p. 102). Ou seja, num contrato *swap* as partes concordam em permutar até o vencimento do contrato, fluxos calculados a partir de um valor teórico. Os *swaps* permitem a gestão de riscos associados a um financiamento, tais como riscos de taxa de juro e risco cambial.

### 2.6.2 Futuros

Um contrato de futuros é um contrato realizado entre duas partes, onde são fixadas condições para uma transação futura, tais como: ativo subjacente, qualidade (essencial para contratos de *commodities* de entrega fixa), quantidade do contrato, vencimento e condições de entrega (Pinho et al., 2011). O preço não é definido no contrato, uma vez que resulta da confrontação entre oferta e procura.

No vencimento, poderá verificar-se duas situações distintas:

- Liquidação física do contrato: ocorre quando o ativo que está subjacente é materializável. O vendedor entrega ao comprador do contrato o valor nominal, enquanto o comprador paga o montante correspondente ao valor do contrato, sendo este valor calculado com base na cotação de fecho do último dia da transação.
- Liquidação financeira: aquando do vencimento, os saldos serão disponibilizados nas contas margem do comprador e vendedor.

Uma das características deste tipo de contratos é a negociabilidade, ou seja, os compradores e vendedores podem abrir posições compradoras ou vendedoras, aumentar ou diminuir posições e ainda fechá-las ou assumir uma posição contrária sobre o mesmo contrato de futuros (Pinho et al., 2011).

### 2.6.3 Forwards

Segundo Pinho et al. (2011, p. 118), um contrato *forward* é “um contrato de compra e venda de um determinado ativo subjacente (mercadorias, produtos energéticos e ativos financeiros entre outros), numa data futura, cujo valor deriva desse mesmo ativo”.

Dentro dos contratos *forward* existentes os mais utilizados pelas empresas são: os *forwards* cambiais e os *forwards* de taxa de juro de curto prazo (FRA) (Seabra, 2013).

Os *forwards* cambiais permitem reduzir o risco associado à variação das taxas de câmbio, relativamente a fluxos financeiros futuros. São principalmente utilizados em exportações e importações, permitindo a fixação da taxa de câmbio numa operação futura.

Os *forwards* de taxa de juro de curto prazo (FRA) permitem a fixação da taxa de juro para uma determinada operação futura, sendo por isso muito utilizados na cobertura do risco de taxa de juro.

### 2.6.4 Opções

Os contratos de opções são contratos que conferem ao detentor o direito, mas não a obrigação de comprar (*call*) ou vender (*put*) uma dada quantidade de um ativo subjacente, numa data específica futura, a um determinado preço (preço de exercício) (Pinho et al., 2011). Para exercer esse direito, “o comprador da opção paga um prémio ao vendedor, que corresponde ao preço da opção no momento da compra” (Pinho et al., 2011, p. 120). O ativo subjacente a uma opção pode corresponder a ações, mercadorias, divisas, entre outros.

As opções podem assumir a forma de opção americana (o comprador pode exercer a opção em qualquer momento até à maturidade do contrato) ou opção europeia (o comprador só pode exercer a opção na maturidade do contrato), entre outras.

### 2.6.5 Modelos de gestão do risco de crédito

Um modelo de gestão de risco de crédito proporciona ao gestor uma melhor forma de planejar o risco, calcular o lucro, apresentando novas oportunidades. Uma das suas funções é a quantificação da diversificação do risco, comparando as características entre risco e rendibilidade dos ativos individuais ou negócios. Assume-se que quanto mais diversificado um negócio for, menor será o nível de risco a que a organização está exposta (Pinho et al., 2011).

### 2.6.6 Modelos de gestão do risco de liquidez

Segundo Pinho et al. (2011), o termo liquidez refere-se à capacidade de converter ativos em dinheiro. Assim, o risco de liquidez pode ser definido como o risco de incapacidade por parte da empresa fazer face aos seus compromissos quando estes surgem.

Um modelo de gestão do risco de liquidez permite à empresa, através de rácios de liquidez, crescimento de ativos ilíquidos ou aumento de custos de financiamento a curto médio ou longo prazos perceber se se está a aproximar de uma crise de liquidez.

## 2.7 Estudos empíricos

Foram vários os autores que, ao longo dos últimos anos, se debruçaram sobre a temática da gestão e cobertura de risco. Seguidamente, irão ser apresentados alguns estudos e as respetivas conclusões.

Büchi (2009) levou a cabo um estudo no qual é apresentada uma visão geral sobre as origens da crise do *subprime*, seguida de uma análise dos principais riscos financeiros que foram descobertos recentemente. As conclusões do estudo sugerem que a rápida sucessão de eventos que ocorreram com a crise do *subprime* expôs uma série de riscos financeiros que não tinham sido cobertos com a profundidade exigida pela maioria das instituições. A este respeito, parece que o futuro da gestão de riscos financeiros está a começar a emergir. Já em relação à regulação do mercado e transparência, o artigo aponta para a necessidade iminente de maior transparência no mercado de derivados e

também para a necessidade de equilibrar a autorregulação com a gestão de risco interno de cada empresa.

Park, Park, Yun, & Kim (2010) realizaram um estudo cujo principal objetivo era o desenvolvimento de um modelo estocástico de gestão de riscos financeiros numa refinaria, tendo em conta as incertezas nos preços do petróleo bruto e dos seus produtos. Além disso, fizeram uma análise da cobertura do risco operacional, utilizando contratos *spot* e *hedging* financeiro. As principais conclusões do estudo sugerem que risco financeiro foi significativamente reduzido por meio da otimização dos contratos à vista e a prazo. Verificou-se, ainda, que estes dois tipos de contratos têm desempenhos diferentes, dependendo da propensão ao risco. O modelo proposto deveria beneficiar as refinarias, permitindo determinar os contratos ideais de acordo com a sua propensão ao risco e obtenção de lucro.

Herrera, Sepúlveda, & Gutiérrez (2011) levaram a cabo um estudo no qual o principal objetivo era a exploração dos principais instrumentos de derivados negociados no Chile, tais como os *swaps* de taxa de juro e os métodos de avaliação, abordando a gestão dos riscos financeiros, no âmbito do *International Financial Reporting Standard* (IFRS). Foi feita também uma análise dos requisitos para a adoção da *hedge accounting*, nomeadamente em matéria de evidência e eficácia, e foram discutidos os aspetos específicos do caso chileno, em que as empresas têm de provar a validade dos contratos de cobertura do risco. As principais conclusões do estudo sugerem que o mercado local ainda tem problemas de eficiência e de disponibilidade de informação em termos de: (i) gestão adequada dos riscos financeiros e (ii) da demonstração da eficácia dos *hedges* em IFRS.

Ribeiro, Machado, & Júnior (2013) analisaram os dados anuais de todas as empresas não-financeiras cotadas na bolsa de valores de São Paulo entre 2004 e 2007, com o objetivo de testar a relação existente entre o uso de instrumentos derivados (*swaps*, futuros e opções) e a criação de valor. Os autores concluíram que as empresas que utilizam instrumentos derivados apresentam um maior valor de mercado quando comparadas com as empresas que não utilizam esses instrumentos financeiros. Concluíram também que, quando analisados separadamente, o uso de tipos distintos de instrumentos gera diferentes impactos na empresa. Ou seja, contratos *swap* e futuros apresentam um impacto positivo e estatisticamente relevante. Já o impacto da utilização de opções, embora positivo, não é estatisticamente significativo.



Diversos foram os estudos que incidiram sobre a cobertura do risco, os instrumentos de *hedging* que mais se poderiam adaptar a determinados mercados e indústrias, o seu desempenho e efeito no valor da empresa. De um modo geral, podemos afirmar que a utilização de instrumentos de cobertura do risco financeiro melhora o desempenho das empresas, bem como o seu valor, embora haja ainda alguma dificuldade de aplicação em alguns mercados e/ou setores. O facto é que não existem modelos perfeitos para a cobertura do risco, uma vez que este tema é complexo, abrangendo muitas variáveis, diversas determinantes e expectativas. Desta forma, podemos afirmar que a cobertura do risco, mais do que nunca, é necessária, tornando-se fundamental o seu estudo e aprofundamento, de maneira a permitir tomar as melhores e mais eficazes decisões financeiras.



### 3 Método de Pesquisa

Neste ponto iremos abordar a metodologia utilizada no presente estudo empírico, de modo a identificar os principais tipos de risco financeiro a que as empresas do PSI 20 estão expostas e os instrumentos que utilizam para a sua cobertura. Para tal, recorreremos à análise dos relatórios e contas das empresas não-financeiras que compõem o PSI 20 no período compreendido entre 2008 e 2012.

O nosso estudo terá por base a análise do conteúdo dos relatórios e contas das empresas da amostra no que concerne à cobertura do risco financeiro.

Neste contexto, pretende-se:

- Identificar quais os riscos financeiros inerentes às empresas da amostra;
- Analisar de que forma são esses riscos cobertos e quais os instrumentos de *hedging* utilizados;
- Perceber as eventuais diferenças em sede de gestão do risco entre empresas individualmente consideradas e contas consolidadas;
- Identificar possíveis diferenças entre os riscos financeiros e formas de cobertura presentes em cada setor e eventuais diferenças que possam existir de setor para setor de atividade.

Os temas relacionados com o risco, a sua previsão, gestão e cobertura, têm cada vez maior relevância na atual crise económica e financeira, tanto a nível nacional como internacional. Desta forma, pretende-se clarificar um assunto cada vez mais pertinente, tanto para as empresas como para os seus *stakeholders*.

#### 3.1 Amostra

O nosso estudo baseia-se na análise da informação presente nos relatórios e contas das empresas não financeiras cotadas no PSI 20, entre os anos 2008 e 2012. A 31 de dezembro de 2012 encontravam-se cotadas as seguintes empresas:

**Quadro 5: Identificação das empresas que compõem o PSI 20**

Nome	Setor (segundo o ICB <sup>2</sup> )
Altri	Produtos Industriais Gerais
Banco Comercial Português	Bancos
Banco Espírito Santo	Bancos
Banco Internacional do Funchal	Bancos
Banco Português de Investimento	Bancos
Cofina	Comunicação Social, Telecomunicações, Informática e Internet
EDP Renováveis	Eletricidade
Energias de Portugal	Eletricidade
Espírito Santo Financial Group	Serviços Financeiros
Galp Energia	Produção de Petróleo e Gás
Jerónimo Martins	Retalho alimentar e medicamentos
Mota-Engil	Construção
Portucel-Soporcel	Silvicultura e Papel
Portugal Telecom	Comunicação Social, Telecomunicações, Informática e Internet
Redes Energéticas Nacionais	Eletricidade
Semapa	Silvicultura e Papel
Sonae	Retalho alimentar e medicamentos
Sonae Indústria	Empresa de administração de recursos próprios
Sonaecom	Comunicação Social, Telecomunicações, Informática e Internet
Zon	Comunicação Social, Telecomunicações, Informática e Internet

Fonte: Elaboração própria

Das 20 empresas, foram excluídas 5, conforme exposto no quadro seguinte:

**Quadro 6: Identificação das entidades excluídas da amostra**

Entidades excluídas	Razões da Exclusão
Banco Comercial Português; Banco Espírito Santo; Banco Internacional do Funchal; Banco Português de Investimento; e Espírito Santos Financial Group.	Existência de requisitos específicos para a prestação de contas.

Fonte: Elaboração própria

Assim, a amostra final é composta por 15 entidades não-financeiras, com títulos cotados no PSI 20, em 31 de dezembro de 2012.

<sup>2</sup> *Industry Classification Benchmark*

## 3.2 Metodologia

O presente estudo assenta na análise da informação de risco relatada pelas empresas nos seus relatórios e contas, consultados no sítio oficial da CMVM<sup>3</sup>. Esta análise tem por base este documento, por se tratar de um documento obrigatório e regulamentado.

A metodologia utilizada será a identificação dos riscos financeiros, bem como das formas de cobertura desses mesmos riscos. Para proceder a esta identificação será necessária a leitura completa e cautelosa dos relatórios anuais das empresas, de forma a identificar e analisar os riscos inerentes à atividade das empresas, bem como das estratégias adotadas para a sua cobertura. Esta identificação será dividida por ano, contas individuais e consolidadas e setor onde a empresa se insere. Procedemos, seguidamente, à apresentação de um conjunto de passos para identificação e recolha da informação:

- 1º** Realização de uma primeira leitura dos relatórios, identificando os principais riscos financeiros a que está a empresa sujeita;
- 2º** Realização de uma segunda leitura por forma a esquematizar os riscos e correspondentes instrumentos de cobertura;
- 3º** Realização de análise tendente a perceber se existem diferenças substanciais entre a gestão do risco nas contas individuais e consolidadas;
- 4º** Realização de uma última análise para avaliar a existência de relação entre os riscos financeiros presentes em determinado setor de atividade, formas de cobertura e eventuais diferenças de setor para setor de atividade.

Depois da análise da informação constante nos relatórios e contas relativa ao risco financeiro, foram identificados, adicionalmente, dois tipos de risco: risco de preço e risco de liquidez. Na definição e análise do risco financeiro pelos diversos autores estudados não há referência a estes tipos de risco como sendo riscos financeiros, contudo e como são considerados pelas empresas como tal, iremos inseri-los na análise, tratando-os, assim, como riscos financeiros.

---

<sup>3</sup> <http://www.cmvm.pt/cmvm/Pages/default.aspx>



## 4 Análise e discussão dos resultados

Neste capítulo são apresentados os resultados obtidos através da análise da cobertura dos riscos financeiros das empresas do PSI 20. Numa primeira fase estas empresas serão caracterizadas de acordo com o seu setor de atividade.

### 4.1 Caracterização da amostra

Após a recolha e processamento dos dados, agrupamos as empresas de acordo com o seu setor de atividade, segundo a classificação ICB:

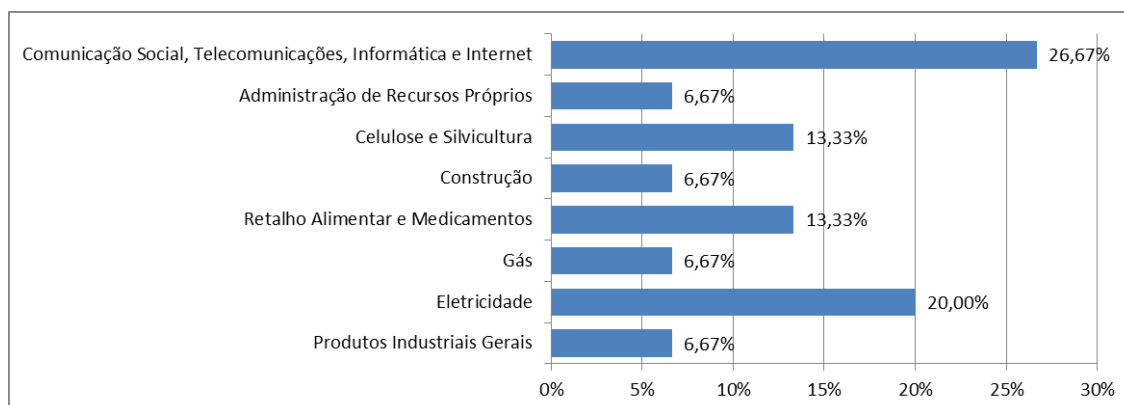
**Quadro 7: Caracterização das empresas da amostra por setor segundo o ICB**

Setor de atividade	Nº Emp.	%
Produtos Industriais Gerais	1	6,67
Eletricidade	3	20,00
Gás	1	6,67
Retalho Alimentar e Medicamentos	2	13,33
Construção	1	6,67
Celulose e Silvicultura	2	13,33
Administração de Recursos Próprios	1	6,67
Comunicação Social, Telecomunicações, Informática e Internet	4	26,67
<b>Total</b>	<b>15</b>	<b>100%</b>

Fonte: Elaboração própria

Como podemos verificar, as empresas que constituem a amostra dividem-se em vários setores, sendo o setor “Comunicação Social, Telecomunicações, Informática e Internet” aquele que apresenta maior representatividade (26,67%), num total de 4 empresas, seguindo-se o setor “Eletricidade” com 3 empresas (20%), as restantes empresas apenas têm uma representatividade que varia entre 6,67% e 13,33%, uma vez que estes grupos apenas compreendem 1 e 2 empresas respetivamente.

Assim, a nossa amostra terá 15 empresas, num total de 75 observações respeitantes às contas individuais e 75 observações relativas às contas consolidadas.



**Figura 1: Caracterização da amostra por setor de atividade**

Fonte: Elaboração própria

Após a análise e caracterização da amostra, passamos para a análise da cobertura dos riscos financeiros.

## 4.2 Análise dos dados

### 4.2.1 Divulgação do risco financeiro

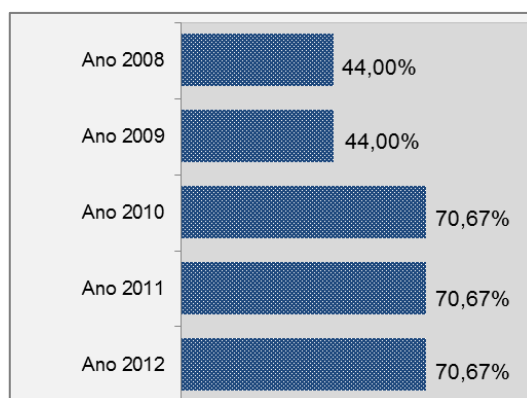
Analisaram-se primeiramente as empresas que divulgaram os riscos financeiros a que estavam expostas durante o período em análise, conforme o quadro 8 e 9 e respectivas figuras:

**Quadro 8: Nº de empresas que divulgaram o risco, entre 2008 e 2012 – Contas Individuais**

Tipo de Risco	2008	%	2009	%	2010	%	2011	%	2012	%
Risco de Crédito	7	46,67	7	46,67	11	73,33	11	73,33	11	73,33
Risco de Câmbio	7	46,67	7	46,67	10	66,67	10	66,67	10	66,67
Risco de Taxa de Juro	7	46,67	7	46,67	11	73,33	11	73,33	11	73,33
Risco de Liquidez	6	40,00	6	40,00	11	73,33	11	73,33	11	73,33
Risco de Preço	6	40,00	6	40,00	10	66,67	10	66,67	10	66,67
Total	33	44,00		44,00	53	70,67	53	70,67	53	70,67

Fonte: Elaboração própria





**Figura 2: Divulgação do risco financeiro – Contas individuais**

Fonte: Elaboração própria

**Quadro 9: Nº de empresas que divulgaram o risco, entre 2008 e 2012 – Contas Consolidadas**

Tipo de Risco	2008	%	2009	%	2010	%	2011	%	2012	%
Risco de Crédito	15	100,0	15	100,0	15	100,0	15	100,0	15	100,0
Risco de Câmbio	15	100,0	15	100,0	15	100,0	15	100,0	15	100,0
Risco de Taxa de Juro	15	100,0	15	100,0	15	100,0	15	100,0	15	100,0
Risco de Liquidez	15	100,0	15	100,0	15	100,0	15	100,0	15	100,0
Risco de Preço	15	100,0	15	100,0	15	100,0	15	100,0	15	100,0
<b>Total</b>	<b>75</b>	<b>100,0</b>	<b>75</b>	<b>100,0</b>	<b>75</b>	<b>100,0</b>	<b>75</b>	<b>100,0</b>	<b>75</b>	<b>100,0</b>

Fonte: Elaboração própria

Face ao exposto acima, podemos concluir que grande parte das empresas, nas suas contas individuais, não divulgaram os riscos financeiros a que estavam sujeitas, durante o período em análise. Paralelamente verifica-se também que houve um aumento da divulgação a partir de 2009, o que poderá dever-se, entre outros fatores, à entrada em vigor do Sistema de Normalização Contabilística (SNC), que implementou novas regras contabilísticas, nomeadamente no que diz respeito à divulgação do risco.

Quanto à análise das contas consolidadas, constata-se que todas as empresas divulgaram os riscos financeiros a que estavam sujeitas.

Apresenta-se de seguida, a análise das empresas sujeitas aos diversos tipos de risco financeiro. Atente-se que, na análise efetuada, apenas se consideraram as entidades que, de algum modo, procederam à divulgação. Saliente-se que entre as entidades que não efetuaram nenhuma divulgação, poderão existir casos de sujeição a algum tipo de risco financeiro.



Quadro 10: Nº de empresas sujeitas e não sujeitas aos diversos riscos financeiros, entre 2008 e 2012 – Contas Individuais

Tipo de risco		2008	%	2009	%	2010	%	2011	%	2012	%	Total	%
Risco de Crédito	Sujeitas	4	26,67	4	26,67	7	46,67	7	46,67	7	46,67	29	38,67
	Não sujeitas	3	20,00	3	20,00	4	26,67	4	26,67	4	26,67	18	24,00
Risco de Câmbio	Sujeitas	3	20,00	4	26,67	6	40,00	6	40,00	6	40,00	25	33,33
	Não sujeitas	4	26,67	3	20,00	4	26,67	4	26,67	4	26,67	19	25,33
Risco de Taxa de Juro	Sujeitas	7	46,67	7	46,67	11	73,33	11	73,33	10	66,67	46	61,33
	Não sujeitas	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	1	6,67	1	1,33
Risco de Liquidez	Sujeitas	5	33,33	5	33,33	11	73,33	10	66,67	10	66,67	41	54,67
	Não sujeitas	1	6,67	1	6,67	0	0,00	1	6,67	1	6,67	4	5,33
Risco de Preço	Sujeitas	2	13,33	3	20,00	4	26,67	4	26,67	4	26,67	17	22,67
	Não sujeitas	4	26,67	3	20,00	6	40,00	6	40,00	6	40,00	25	33,33

Fonte: Elaboração própria

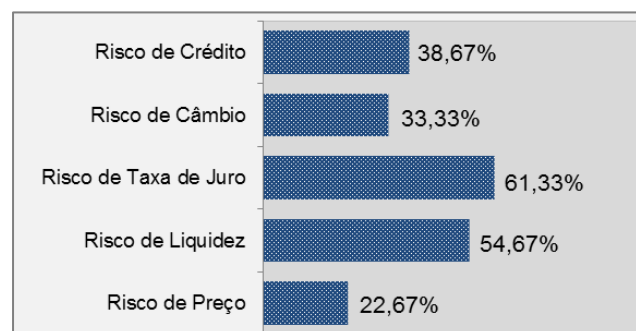


Figura 3: N° de empresas sujeitas aos diversos riscos financeiros – Contas individuais

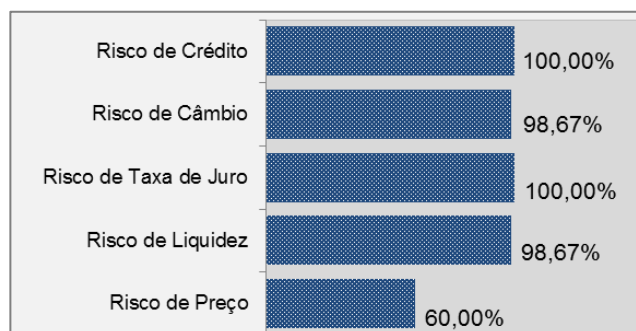
Fonte: Elaboração própria

Relativamente aos riscos financeiros a que as empresas estavam sujeitas, nas contas individuais, verificamos que existe uma maior incidência dos riscos de taxa de juro (61,33%) e de liquidez (54,67%), seguindo-se o risco de crédito (38,67%) e de câmbio (33,33%). No que concerne ao risco de preço, este mostra-se menos presente, sendo que apenas 22,67% das empresas estavam sujeitas a ele.

**Quadro 11: Nº de empresas sujeitas aos diversos riscos financeiros, entre 2008 e 2012 – Contas Consolidadas**

Tipo de risco		2008	%	2009	%	2010	%	2011	%	2012	%	Total	%
Risco de Crédito	Sujeitas	15	100,0	15	100,00	15	100,0	15	100,0	15	100,0	75	100,0
	Não sujeitas	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
Risco de Câmbio	Sujeitas	14	93,33	15	100,00	15	100,0	15	100,0	15	100,0	74	98,67
	Não sujeitas	1	6,67	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	1	1,33
Risco de Taxa de Juro	Sujeitas	15	100,0	15	100,00	15	100,0	15	100,0	15	100,0	75	100,0
	Não sujeitas	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
Risco de Liquidez	Sujeitas	14	93,33	15	100,0	15	100,0	15	100,0	15	100,0	74	98,67
	Não sujeitas	1	6,67	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	1	1,33
Risco de Preço	Sujeitas	9	60,00	9	60,00	9	60,00	9	60,00	9	60,00	45	60,00
	Não sujeitas	6	40,00	6	40,00	6	40,00	6	40,00	6	40,00	30	40,00

Fonte: Elaboração própria



**Figura 4: Nº de empresas sujeitas aos diversos riscos financeiros – Contas consolidadas**

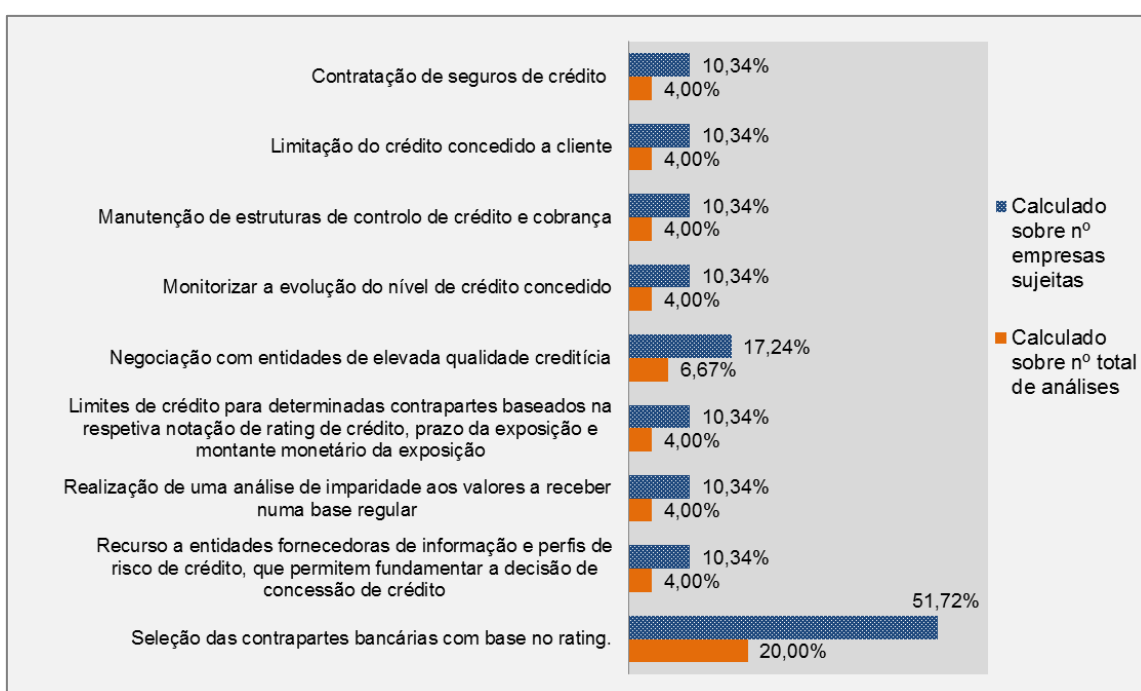
Fonte: Elaboração própria

Da análise das contas consolidadas, constatamos que todas as empresas estavam sujeitas aos riscos de crédito e de taxa de juro. Logo a seguir, encontram-se os riscos de câmbio e de liquidez, em 98,67% dos casos. Quanto ao risco de preço, e à semelhança do que acontece nas contas individuais, é o risco a que as empresas estão menos sujeitas.

Dando continuidade ao estudo, iremos apresentar seguidamente a análise dos instrumentos utilizados na cobertura de cada risco financeiro identificado nas contas anuais das empresas.

#### 4.2.2 Cobertura do risco de crédito

As figuras 5 e 6 mostram os instrumentos utilizados na cobertura do risco de crédito a nível individual e consolidado respetivamente.

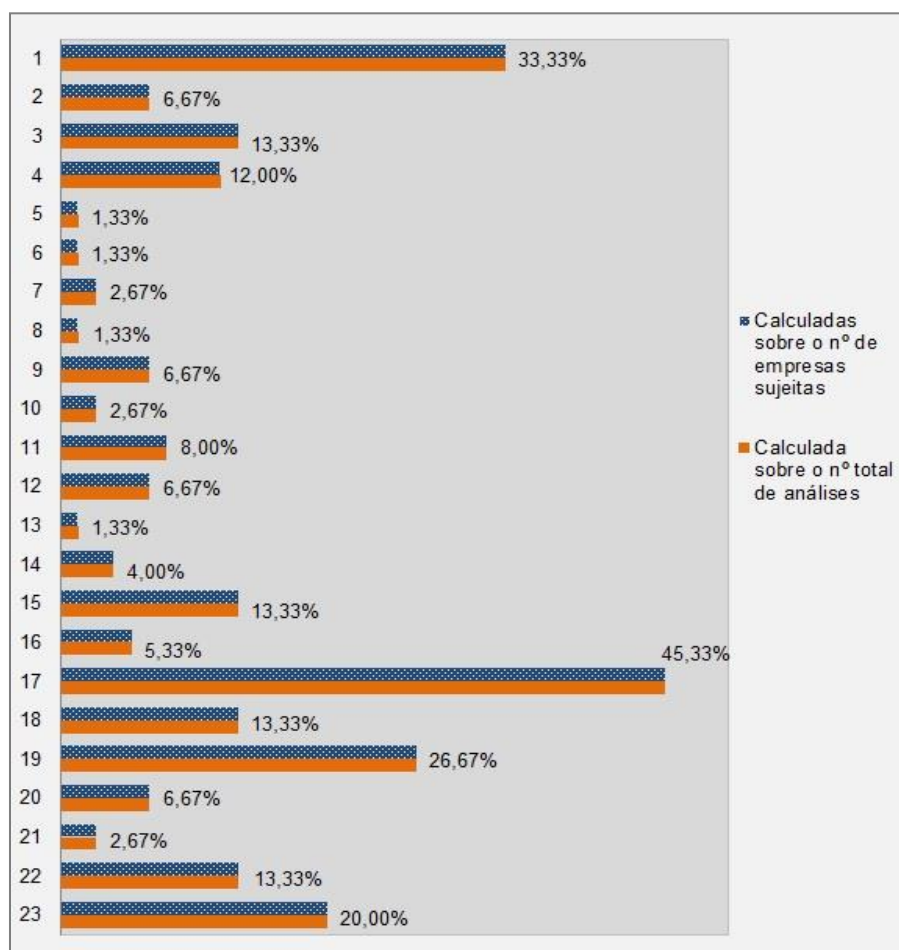


**Figura 5: Instrumentos de cobertura do risco de crédito nas contas individuais**

Fonte: Elaboração própria

Relativamente à cobertura do risco de crédito nas contas individuais, constata-se que existe um instrumento que se destaca: a “Seleção das contrapartes bancárias com base no *rating*”. O segundo instrumento mais utilizado pelas empresas é “Negociação com entidades de elevada qualidade creditícia”, seguindo-se a “Contratação de seguros de crédito”, a “Limitação do crédito concedido a clientes”, a “Manutenção de estruturas de controlo de crédito e cobrança”, os “Limites de crédito para determinadas contrapartes baseados na respetiva notação de *rating* de crédito, prazo da exposição e montante da exposição ao risco de crédito”, a “Realização de uma análise de imparidade aos valores a receber numa base regular” e o “Recurso a entidades fornecedoras de informação e

perfis de risco de crédito, que permitem fundamentar a decisão de concessão de crédito” apenas utilizados por 10,34% das empresas sujeitas ao risco de crédito, durante o período em análise. Caso a análise tivesse sido feita com base no total de observações e não apenas sobre as empresas sujeitas, constatávamos que as conclusões seriam exatamente as mesmas, diferindo apenas os valores.



**Figura 6: Instrumentos de cobertura do risco de crédito nas contas consolidadas**

Fonte: Elaboração própria

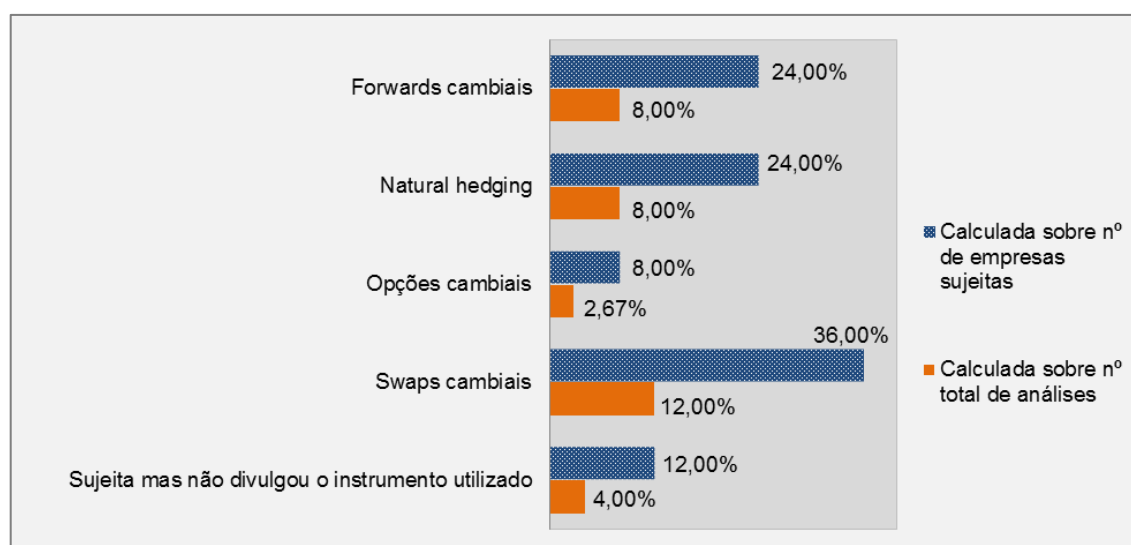
Quanto às contas consolidadas, pela representação gráfica, deparamo-nos com a existência de instrumentos de cobertura<sup>4</sup> que se destacam, apresentando valores bastante superiores aos restantes, com os números 1 (Adequação dos prazos para pagamento e limitação do crédito concedido a clientes, considerando o prazo médio de recebimentos de cada um), 17 (Mecanismos de cobertura: seguros de crédito, cartas de

<sup>4</sup> De forma a proceder-se a uma melhor representação gráfica, substituímos o nome dos instrumentos de cobertura, por numeração ordenada, como se poderá ver no Anexo nº.1

crédito, entre outros) e 19 (Negociação e realização de operações financeiras restritas a instituições de crédito de alta qualidade). Constatase assim, que os instrumentos de cobertura do risco de liquidez, nas contas consolidadas, são bastante variados mostrando, por um lado a grande heterogeneidade de empresas e, por conseguinte, de mercados onde negociam, e por outro lado, não existindo instrumentos específicos para a cobertura deste tipo de risco, cada empresa opta na sua política de cobertura pela escolha do método ou métodos que mais se adequam às suas necessidades. Comparando os valores obtidos pela análise das empresas sujeitas com os valores do total de observações, constatamos que estes são iguais, ou seja, todas as empresas estão sujeitas ao risco de crédito, nos dados consolidados.

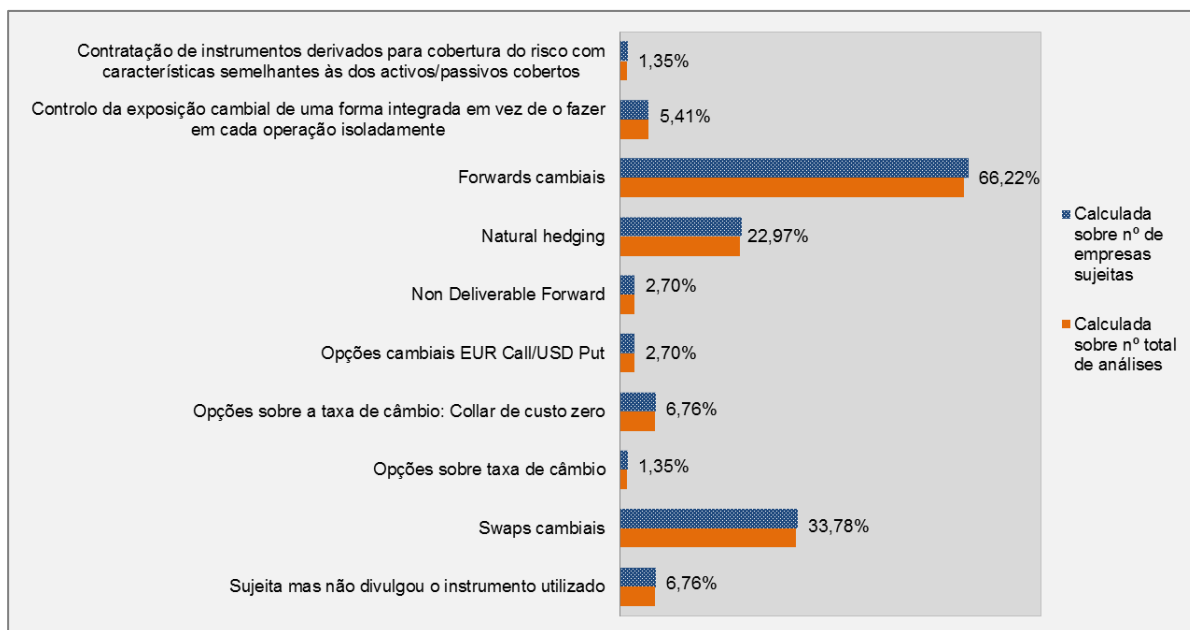
### 4.2.3 Cobertura do risco de câmbio

As figuras 7 e 8 apresentam os instrumentos de *hedging* utilizados na cobertura do risco de câmbio nas contas individuais e consolidadas, respetivamente.



**Figura 7: Instrumentos de cobertura do risco de câmbio nas contas individuais**

Fonte: Elaboração própria



**Figura 8: Instrumentos de cobertura do risco de câmbio nas contas consolidadas**

Fonte: Elaboração própria

Através da análise das figuras 7 e 8, que apresentam os instrumentos utilizados na cobertura do risco de câmbio, é evidente que os produtos mais utilizados, quer nas contas individuais, quer nas consolidadas, são os “*Forwards*” e os “*Swaps* cambiais”. O “*Natural hedging*”<sup>5</sup> é, também, um dos instrumentos de cobertura que mais se destaca quer individualmente, quer em termos consolidados.

Uma vez mais é demonstrada a grande variedade de instrumentos utilizados pelas empresas, que tendem a adequar o instrumento às suas necessidades de cobertura, que serão mais significativas para as empresas presentes em mercados com uma divisa diferente do Euro.

Comparando os valores calculados sobre o número de empresas sujeitas e sobre o número total de observações, constatamos, quanto às contas individuais, que apesar de menores, as conclusões seriam as mesmas.

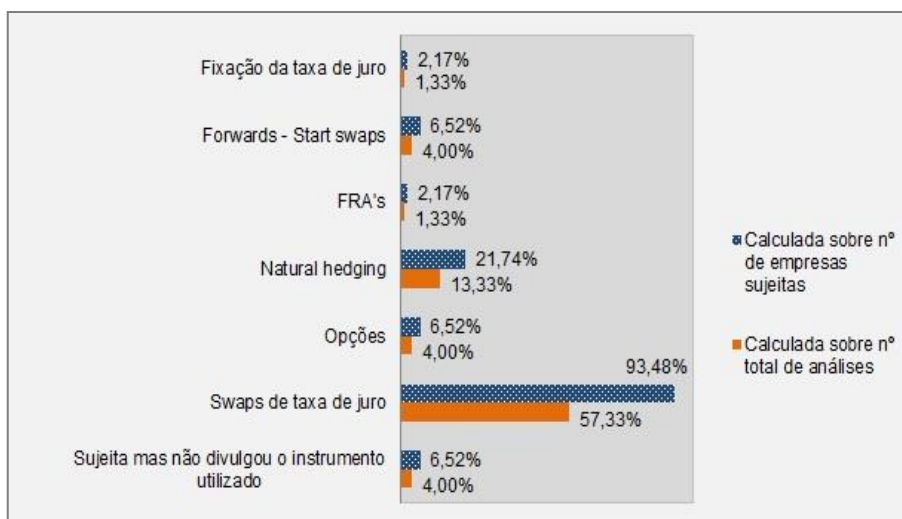
Relativamente aos dados consolidados e, porque estes valores são coincidentes, concluímos que o número de empresas sujeitas é igual ao número total de observações, ou seja, todas as empresas estiveram sujeitas ao risco de câmbio no período em análise.

<sup>5</sup> *Natural hedging*: Realização de coberturas naturais dos valores expostos pelo recurso a dívida financeira denominada na moeda externa em que se expressam os valores em risco.



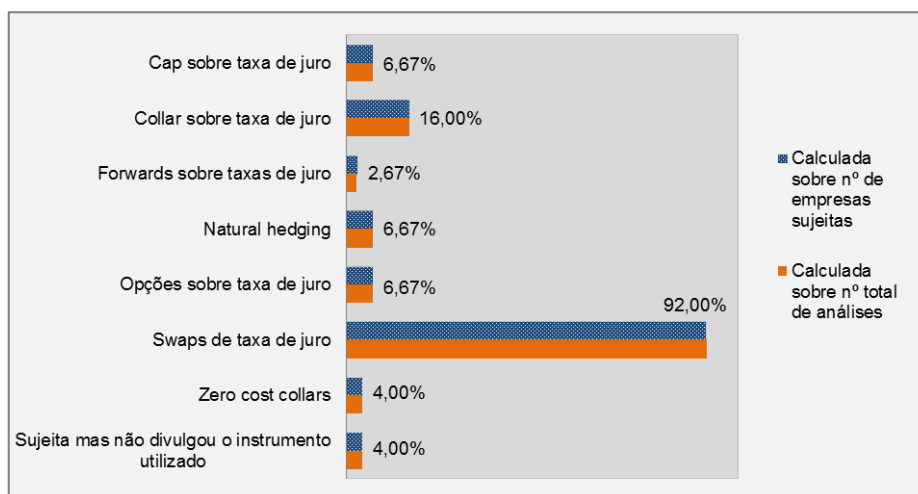
#### 4.2.4 Cobertura do risco de taxa de juro

A análise do risco de taxa de juro permitiu identificar os instrumentos de cobertura utilizados pelas empresas. Nas figuras seguintes salientam-se igualmente os instrumentos preferidos pelas entidades sujeitas a este tipo de risco financeiro.



**Figura 9: Instrumentos de cobertura do risco de taxa de juro nas contas individuais**

Fonte: Elaboração própria



**Figura 10: Instrumentos de cobertura do risco de taxa de juro nas contas consolidadas**

Fonte: Elaboração própria

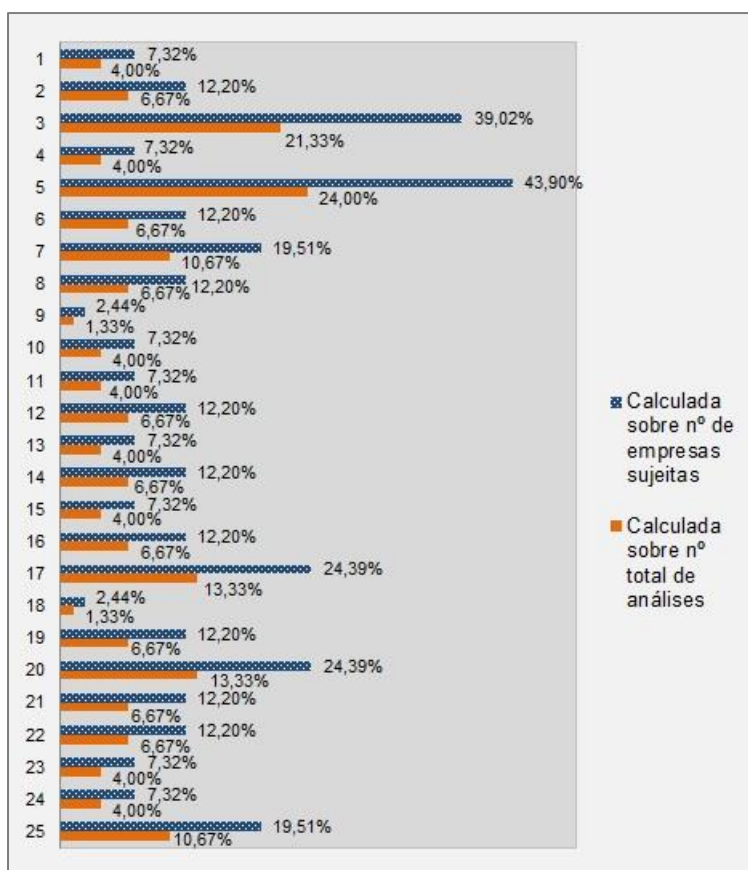
Relativamente à cobertura do risco de taxa de juro, constatamos que os “Swaps de taxa de juro” são o instrumento mais utilizado, quer nas contas individuais, quer nas contas consolidadas, por 93,48% das empresas sujeitas e 92% respetivamente. O “*natural hedging*”, e contrariamente ao que acontece nas contas consolidadas, tem algum relevo nas contas individuais (21,74%), sendo o segundo instrumento mais utilizado. Os

restantes instrumentos são menos aplicados, o que leva a concluir que são utilizados isoladamente pelas empresas que os consideram mais adequados para cobertura do risco de taxa de juro a que estão expostas.

Comparando os valores obtidos pela análise das empresas sujeitas com os valores do total de observações, constatamos que estes são iguais, ou seja, todas as empresas estão sujeitas ao risco de crédito, nos dados consolidados. Considerando individualmente as contas e apesar de menores, as conclusões não se alterariam.

#### 4.2.5 Cobertura do risco de liquidez

A cobertura do risco de liquidez é feita com recurso aos instrumentos apresentados nas figuras 12 e 13:



**Figura 11: Instrumentos de cobertura do risco de liquidez nas contas individuais**

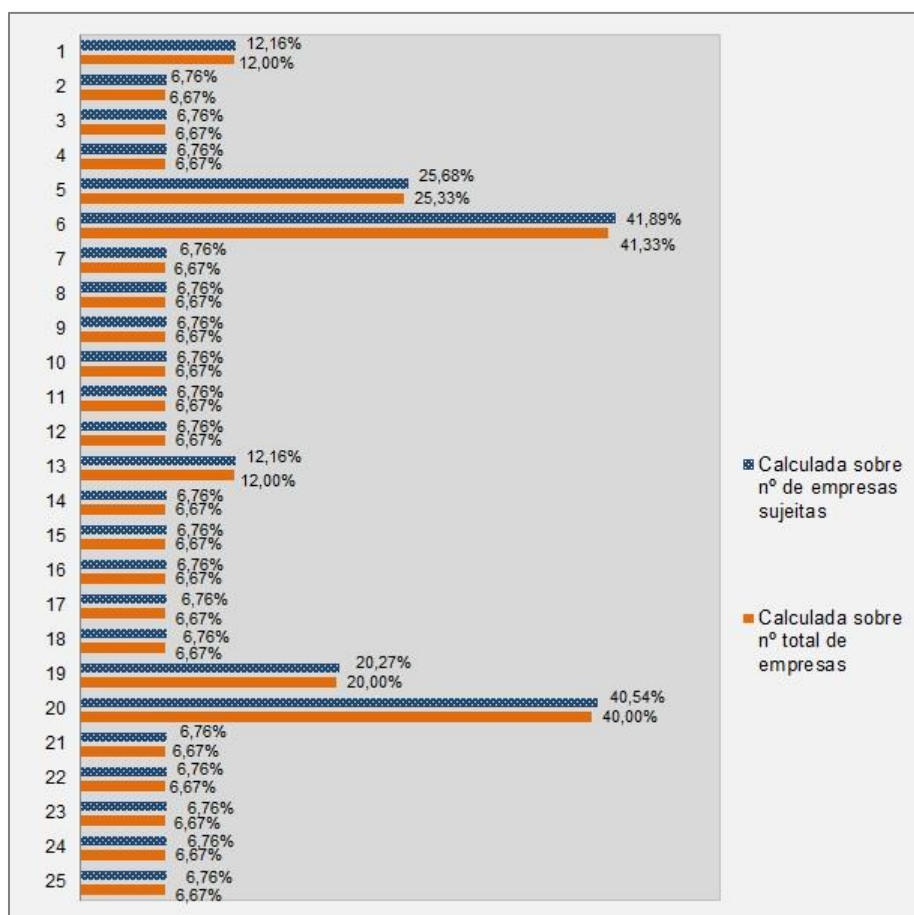
Fonte: Elaboração própria

Face ao exposto no gráfico, constatamos a existência de instrumentos de cobertura<sup>6</sup> que se destacam, apresentando valores bastante mais elevados que os restantes, com os números 3 (Diversificação das maturidades da dívida, através de uma gestão agilizada das suas maturidades) e 5 (Mecanismos de cobertura: contratação de programas de securitização de créditos comerciais, linhas de crédito e programas de papel comercial). Destacando-se de seguida os números 17 e 20 (Limitar a probabilidade de incumprimento de todas as suas aplicações e empréstimos negociando a amplitude das cláusulas contratuais; e planeamento financeiro consistente baseado em previsões de *cash-flows*), utilizados por 24,39% das empresas sujeitas a este tipo de risco, no período em análise. Já utilizados por 19,51% das empresas encontram-se os números 7 e 25, que correspondem a “Diversificação das fontes de financiamento” e “Negociação dos limites de crédito”, respetivamente.

Quanto aos restantes instrumentos, são utilizados por um menor número de empresas, apresentado assim uma menor relevância.

---

<sup>6</sup> De forma a proceder-se a uma melhor representação gráfica, substituíram-se os nomes dos instrumentos de cobertura, por numeração ordenada, como se poderá ver no Anexo nº.2



**Figura 12: Instrumentos de cobertura do risco de liquidez nas contas consolidadas**

Fonte: Elaboração própria

Da análise das contas consolidadas e paralelamente ao que acontece nas contas individuais, existem quatro instrumentos de cobertura<sup>7</sup> que se destacam com valores superiores aos restantes, com os números 6 (Mecanismos de cobertura: contratação e manutenção de linhas de crédito, financiamentos bancários e programas de papel comercial), 20 (Manutenção de um adequado nível de disponibilidades, quer para fazer face às necessidades de curto prazo (CP) e de médio e longo prazo (MLP), quer para liquidar todas as suas obrigações contratuais e eventuais solicitações não previstas), 5 (Contratação com instituições financeiras de facilidades de crédito disponíveis a todo o momento, por um montante que garanta uma liquidez adequada) e 19 (Manutenção de um perfil diversificado nos financiamentos). Quanto aos restantes instrumentos são usados por um menor número de empresas.

<sup>7</sup> De forma a proceder-se a uma melhor representação gráfica, substituíram-se os nomes dos instrumentos de cobertura, por numeração ordenada, como se poderá ver no Anexo nº.3

Da comparação dos valores obtidos pela análise do número de empresas sujeitas com o número total de observações, quer nas contas individuais quer nas consolidadas, apuramos que as conclusões seriam as mesmas, apenas iriam diferir os valores.

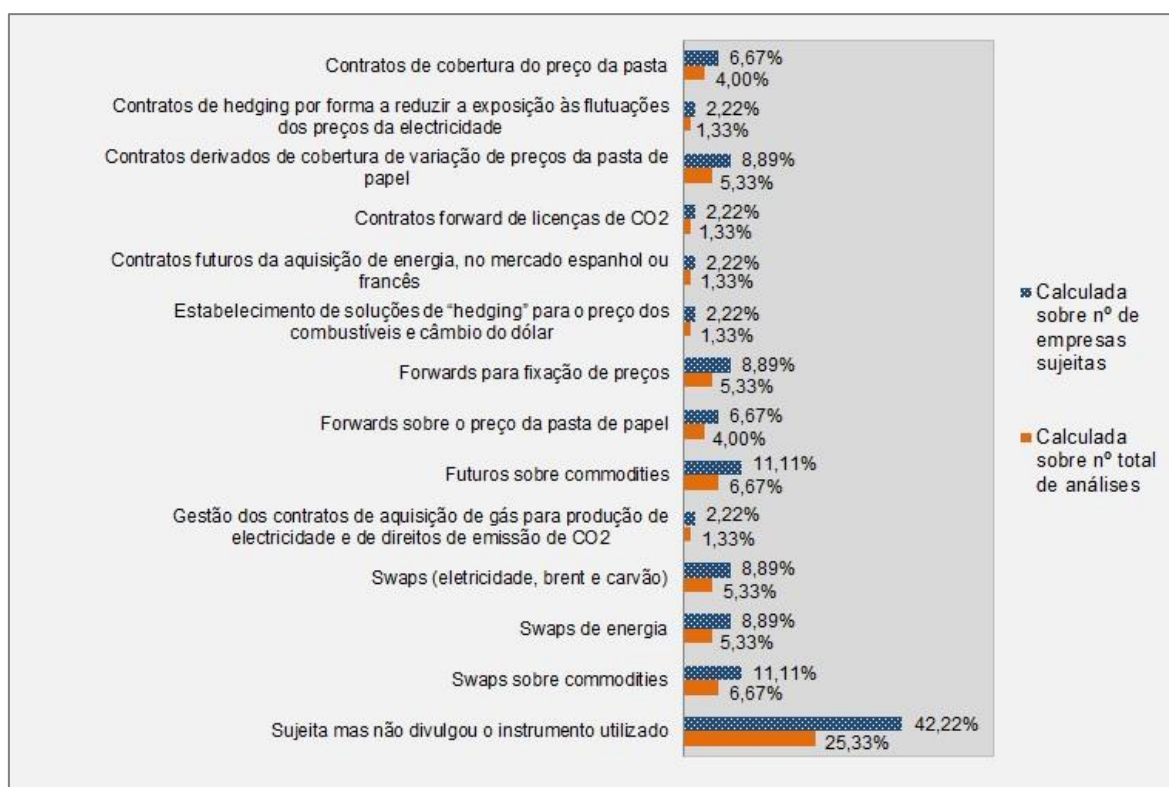
#### 4.2.6 Cobertura do risco de preço

São apresentados de seguida os instrumentos utilizados na cobertura do risco de preço.

**Quadro 12: Nº de empresas sujeitas ao risco de preço - Contas individuais**

Instrumento utilizado	2008	2009	2010	2011	2012	Total	%
<b>Sujeita mas não divulgou o instrumento utilizado</b>	2	3	4	4	4	<b>17</b>	<b>100,0</b>

Fonte: Elaboração própria



**Figura 13: Instrumentos de cobertura do risco de preço nas contas consolidadas**

Fonte: Elaboração própria

Por fim, através da análise dos instrumentos de cobertura do risco de preço, constatamos que, quanto às contas individuais e, apesar de 22,67% das empresas estarem sujeitas a este tipo de risco, nenhuma divulgou o instrumento utilizado para a sua cobertura.

Quanto às contas consolidadas, e apesar de 42,22% das empresas sujeitas também não divulgarem o instrumento utilizado para a cobertura deste tipo de risco, verificamos que, das empresas que divulgaram, os produtos mais utilizados são os “Swaps sobre *commodities*” e os “Futuros sobre *commodities*” (utilizados por 11,11% das empresas sujeitas), seguindo-se os “Contratos derivados de cobertura de variação de preços da pasta de papel” (não especificados), os “Swaps sobre eletricidade, Brent e carvão” e os “Swaps sobre energia”, utilizados por 8,89% das empresas sujeitas a este tipo de risco, no período em análise.

Concluída a análise dos instrumentos de cobertura utilizados quer nas contas individuais, quer nas consolidadas, analisaremos de seguida o setor de atividade em que se inserem as empresas que compõem a amostra, bem como os instrumentos de cobertura utilizados.

### 4.3. Análise por setor de atividade

Procedeu-se à análise por setores típicos da atividade económica, visto que a divisão por setores segundo o ICB gerava setores pouco representativos, atendendo a que agrupavam na sua maioria uma ou duas empresas, perdendo assim significado.

No quadro seguinte apresentamos a divisão das empresas que compõem a amostra por setor de atividade:

**Quadro 13: Caracterização das empresas da amostra segundo o setor de atividade**

Setores de atividade	Nº de empresas	Total
Setor primário	0	0,00%
Setor secundário	8	53,33%
Setor terciário	7	46,67%
Total	15	100,00%

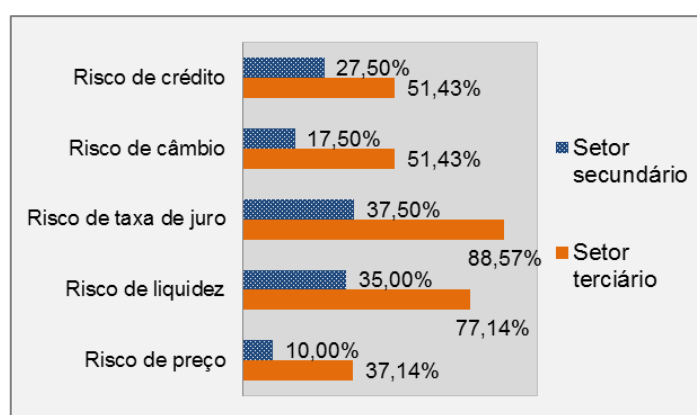
Fonte: Elaboração própria

Face ao exposto na tabela, constatamos que as empresas que compõem a amostra inserem-se nos setores secundário, que abrange a indústria transformadora e o fornecimento de gás, eletricidade e água, e terciário, setor caracterizado pela prestação de serviços. Quanto ao setor primário, onde se insere a atividade agrícola, a pesca, a extração de recursos naturais, entre outros, não abarca qualquer empresa.

Depois de dividir as empresas por setores típicos da atividade económica, analisámos os instrumentos de cobertura utilizados em cada setor.

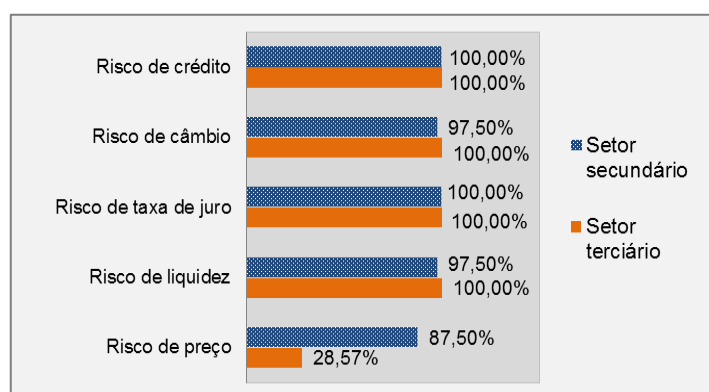
#### 4.3.1 Risco financeiro por setor de atividade económica

Antes de passar à análise dos instrumentos de cobertura utilizados em cada setor de atividade, começámos por identificar os riscos financeiros a que está exposto cada setor através das figuras 14 e 15.



**Figura 14: % de empresas sujeitas ao risco financeiro por setor de atividade – Contas individuais**

Fonte: Elaboração própria



**Figura 15: % de empresas sujeitas ao risco financeiro por setor de atividade - Contas consolidadas**

Fonte: Elaboração própria

Através das figuras acima, constatamos que a nível individual, o setor terciário está mais exposto ao risco financeiro do que o setor secundário, sendo o risco de taxa de juro aquele que tem mais incidência, seguido do risco de liquidez.

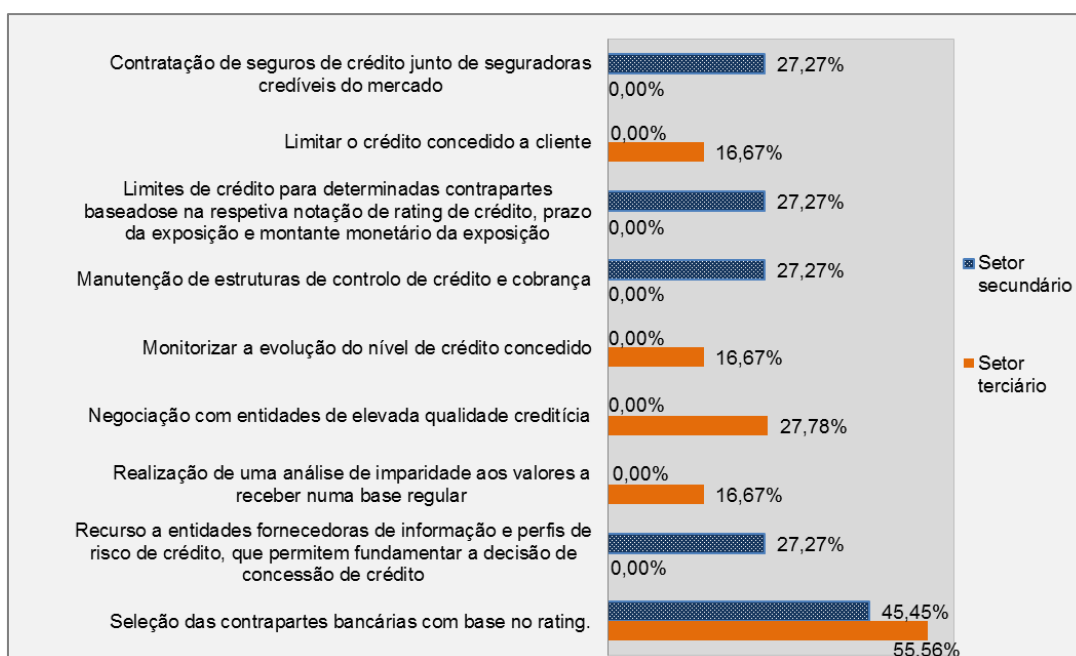
Em termos consolidados, verificamos que tanto o setor secundário, como o setor terciário estão expostos de forma semelhante aos riscos financeiros, á exceção do risco de preço que se mostra menos frequente, quer em termos individuais, quer consolidados. Atente-se que, neste último caso, a sujeição ao risco de preço é ainda menos frequente.

Seguidamente é apresentada a análise dos instrumentos de cobertura utilizados em cada setor de atividade.

#### 4.3.2 Instrumentos de cobertura do risco financeiro: setor secundário e terciário

Apesar de ter sido, também, considerada a globalidade das empresas, a análise seguinte baseia-se apenas nas empresas sujeitas a cada tipo de risco financeiro. Atendendo a que existiam empresas não sujeitas a determinados riscos financeiros, julgamos não ser relevante considerar a totalidade das empresas, mas sim, apenas aquelas que estavam efetivamente sujeitas. É de referir também que as conclusões, quer da análise da globalidade, quer da análise das empresas sujeitas, apontavam na mesma direção.

Começamos assim, por analisar a cobertura do risco de crédito:



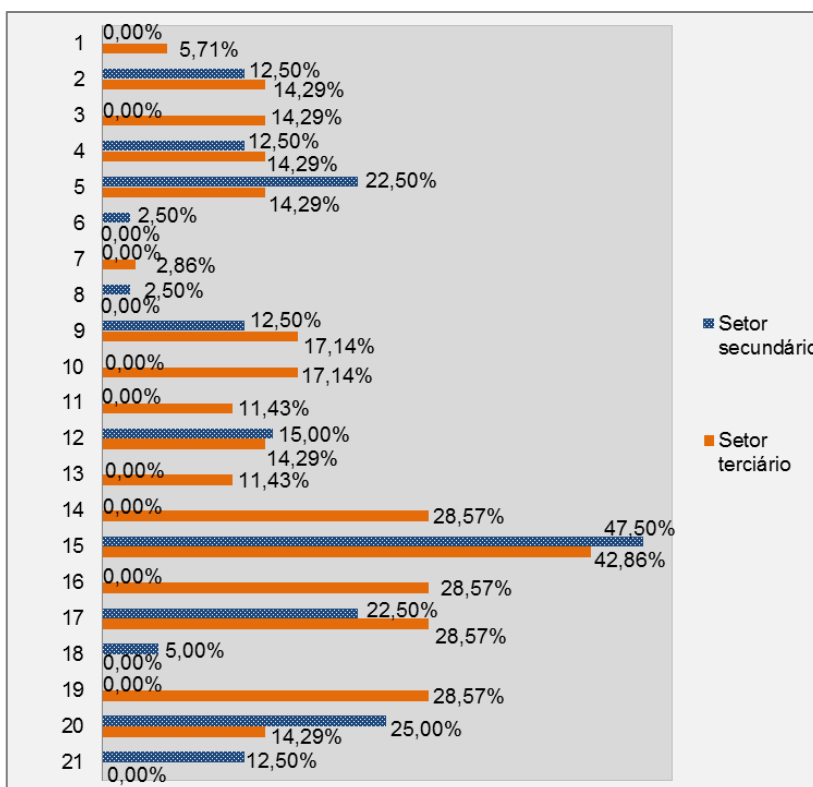
**Figura 16: Instrumentos de cobertura do risco de crédito por setor de atividade nas contas individuais**

Fonte: Elaboração própria



Pela representação gráfica, em termos individuais constatamos que o único instrumento de cobertura do risco de crédito usado em ambos os setores é a “Seleção das contrapartes com base no *rating*”, sendo também o instrumento mais utilizado a nível setorial. Os restantes instrumentos de cobertura são utilizados isoladamente por cada um dos setores.

No setor secundário os instrumentos utilizados mais comumente, embora numa menor percentagem que o anteriormente referido, correspondem a “Contratação de seguros de crédito junto de seguradoras credíveis do mercado”, “Limites de crédito para determinadas contrapartes baseados na respetiva notação de *rating* de crédito, prazo da exposição e montante monetário da exposição”, “Manutenção de estruturas de controlo de crédito e cobrança” e “Recurso a entidades fornecedoras de informação e perfis de risco de crédito, que permitem fundamentar a decisão de concessão de crédito”. Já os instrumentos: “Limitar o crédito concedido a cliente”, “Monitorizar a evolução do nível de crédito concedido” e “Realização de uma análise de imparidade aos valores a receber numa base regular”; são utilizados de igual forma por 16,67% das empresas (sujeitas) do setor terciário.

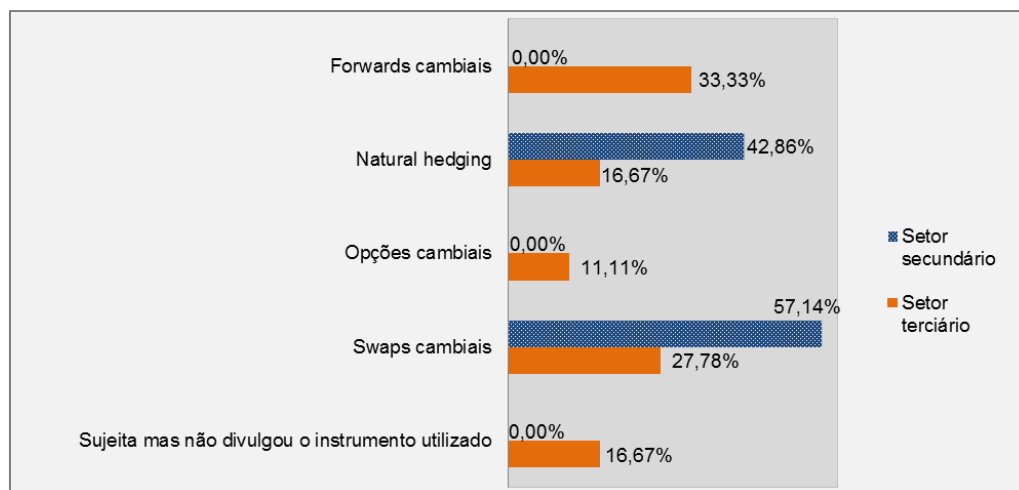


**Figura 17: Instrumentos de cobertura do risco de crédito por setor de atividade nas contas consolidadas**

Fonte: Elaboração própria

Quanto às contas consolidadas, pela representação gráfica, deparamo-nos com a existência de um instrumento de cobertura<sup>8</sup> que se destaca, apresentando valores superiores aos restantes, com o número 15 (Mecanismos de cobertura: seguros de crédito, cartas de crédito, entre outros), sendo utilizado nos dois setores em análise. Quanto aos restantes instrumentos de cobertura, constatamos que os números 2 (Adequação dos prazos concedidos para pagamento), 4 (Análise continuada do *rating* de crédito de cada um dos clientes, antecipadamente à sua aceitação), 5 (Análise da capacidade técnica, competitividade, notação de crédito e exposição a cada contraparte, evitando-se concentrações significativas de risco de crédito), 9 (Existência de departamentos específicos de controlo de crédito, cobrança e de gestão de processos em contencioso), 12 (Imposição de limites de crédito com base na classificação do risco de crédito da contraparte, na duração da exposição e no valor monetário da exposição ao risco de crédito), 17 (Operações financeiras restritas a instituições de crédito nacionais e internacionais de alta qualidade) e 20 (Recurso a entidades fornecedoras de informação e perfis de risco de crédito, que permitem fundamentar a decisão de concessão de crédito) são utilizados em ambos os setores, embora em diferentes percentagens.

No seguimento da análise, passamos agora para a cobertura do risco de câmbio.



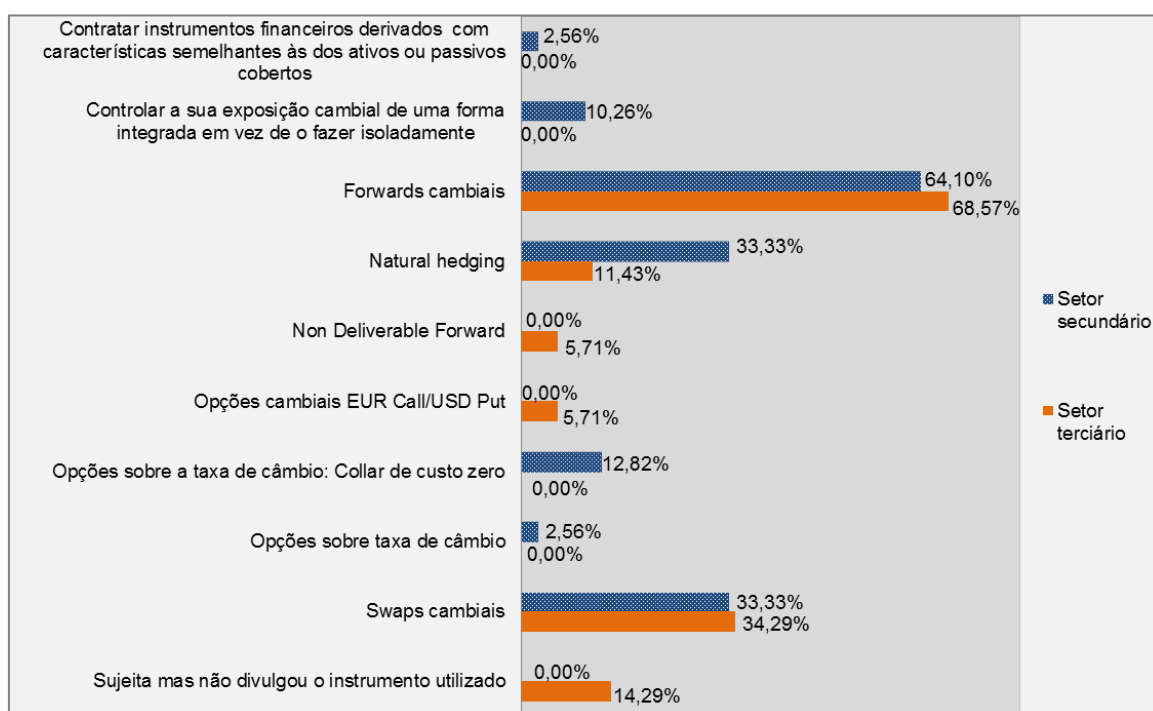
**Figura 18: Instrumentos de cobertura do risco de câmbio por setor de atividade nas contas individuais**

Fonte: Elaboração própria

<sup>8</sup> De forma a proceder-se a uma melhor representação gráfica, substituímos o nome dos instrumentos de cobertura, por numeração ordenada, como se poderá ver no Anexo nº.4

Da análise da figura acima, constatamos que a nível individual, os dois setores utilizam diferentes instrumentos de cobertura, não existindo nenhuma situação de coincidência de utilização do mesmo instrumento.

No setor secundário os instrumentos mais utilizados correspondem aos “*Swaps cambiais*” e “*Natural hedging*”, usados em 57,14% e 42,86% dos casos respetivamente. Já no setor terciário o produto mais usado são os “*Forwards*” (33,33%), seguidos dos “*Swaps cambiais*” (27,78%).

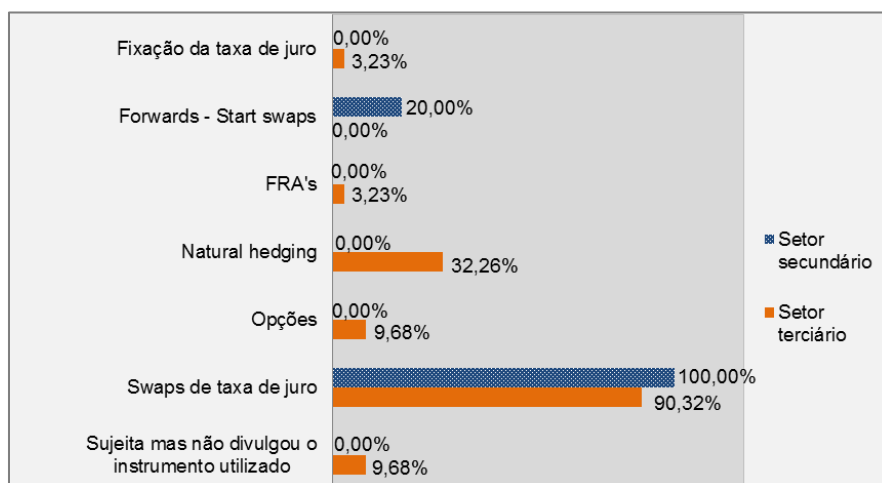


**Figura 19: Instrumentos de cobertura do risco de câmbio por setor de atividade nas contas consolidadas**

Fonte: Elaboração própria

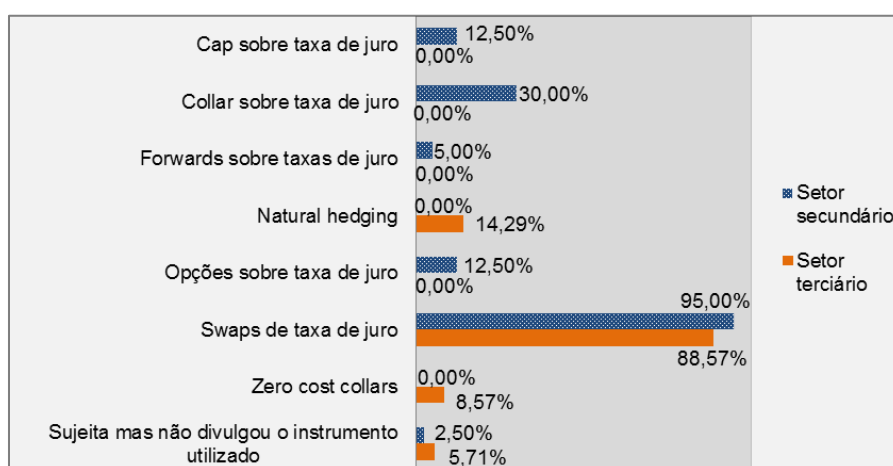
No que concerne às contas consolidadas e contrariamente ao que acontece nas individuais, existem vários instrumentos de cobertura do risco de câmbio utilizados igualmente pelos dois setores, são eles: “*Forwards cambiais*”, “*Swaps cambiais*” e o “*Natural hedging*”. Sendo os “*Forwards cambiais*” o instrumento mais utilizado em ambos. Os restantes instrumentos são utilizados isoladamente por cada setor, sendo também instrumentos com menor relevância.

A cobertura do risco de taxa de juro é analisada de seguida:



**Figura 20: Instrumentos de cobertura do risco de taxa de juro por setor de atividade nas contas individuais**

Fonte: Elaboração própria

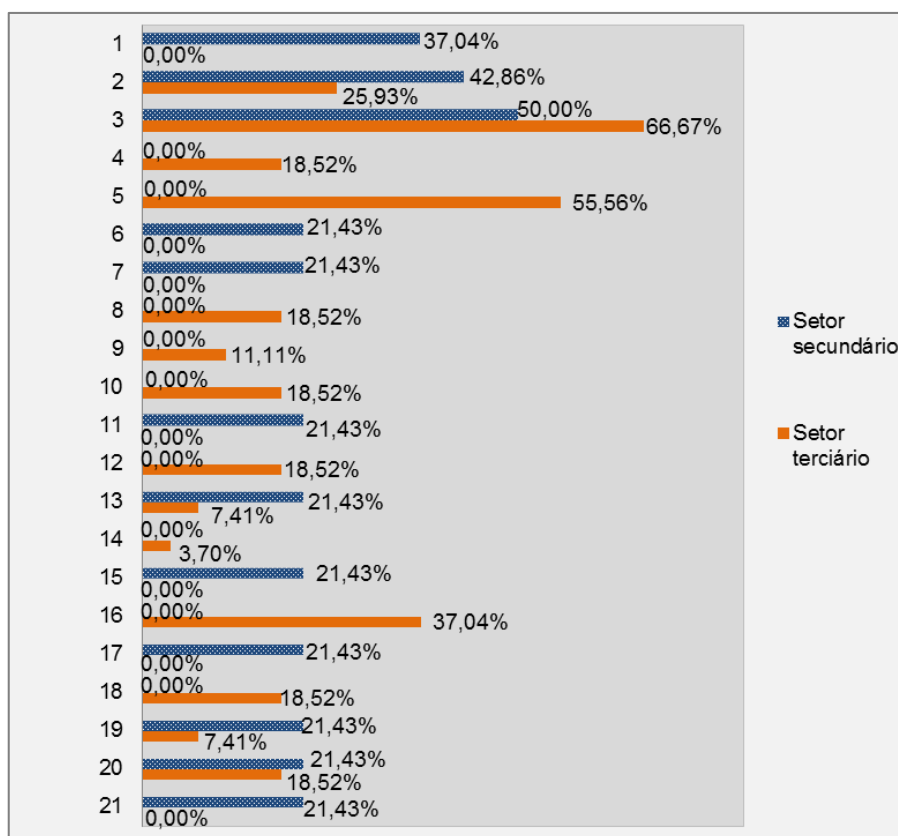


**Figura 21: Instrumentos de cobertura do risco de taxa de juro por setor de atividade nas contas consolidadas**

Fonte: Elaboração própria

Relativamente à cobertura do risco de taxa de juro, constata-se que, quer individualmente, quer a nível consolidado, os “*Swaps* de taxa de juro” são o instrumento mais utilizado em ambos os setores. Os restantes instrumentos são utilizados quer por um, quer por outro setor, embora com menor relevo.

Analisados os instrumentos de cobertura do risco de taxa de câmbio, passamos para a cobertura do risco de liquidez.

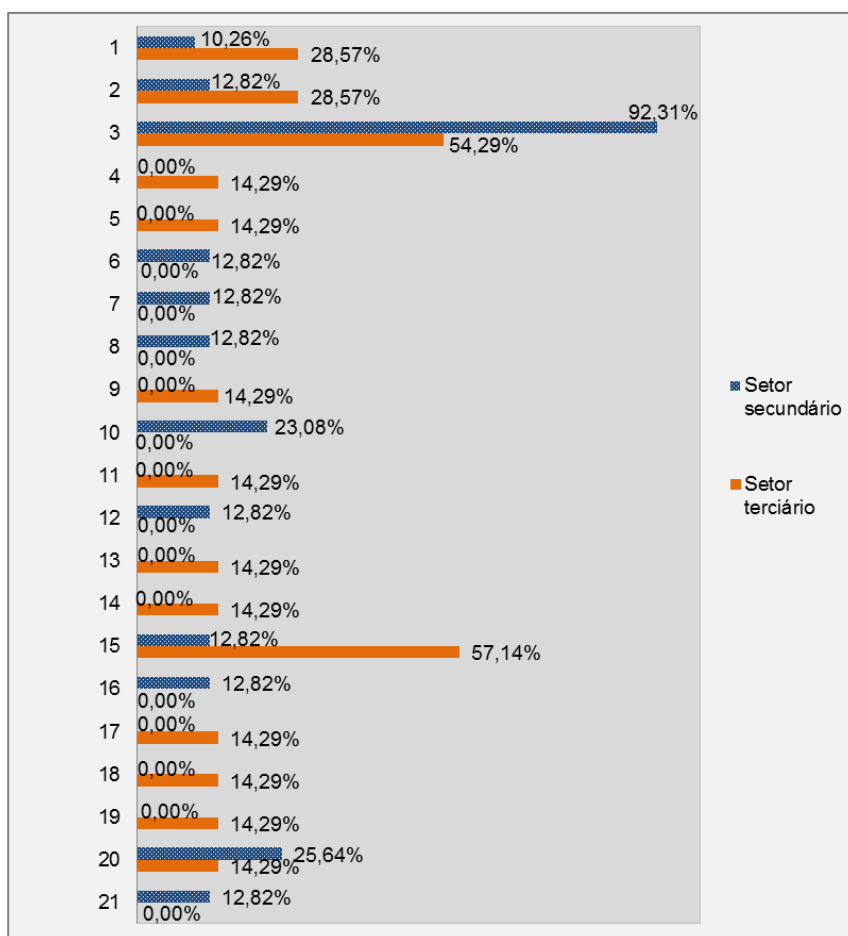


**Figura 22: Instrumentos de cobertura do risco de liquidez por setor de atividade nas contas individuais**

Fonte: Elaboração própria

Pela representação gráfica, deparamo-nos com a existência de instrumentos de cobertura<sup>9</sup> utilizados em ambos os setores com os números 2 (Compatibilizar os prazos de vencimento de ativos e passivos, através de uma gestão agilizada das suas maturidades), 3 (Contratação de mecanismos de cobertura: programas de securitização de créditos comerciais, programas de papel comercial, *plafonds*, linhas de crédito e empréstimos obrigacionistas), 13 (Limitar a probabilidade de incumprimento no reembolso de todas as suas aplicações e empréstimos negociando a amplitude das cláusulas contratuais), 19 (Minimizar o custo de oportunidade de detenção de liquidez excedentária no cp) e 20 (Negociação de limites de crédito). Correspondendo o número 3 ao instrumento mais usado, quer em um, quer em outro setor.

<sup>9</sup> De forma a proceder-se a uma melhor representação gráfica, substituímos o nome dos instrumentos de cobertura, por numeração ordenada, como se poderá ver no Anexo nº.5



**Figura 23: Instrumentos de cobertura do risco de liquidez por setor de atividade nas contas consolidadas**

Fonte: Elaboração própria

Quanto às contas consolidadas, pela representação gráfica, e à semelhança do que acontece individualmente, deparamo-nos com a existência de instrumentos de cobertura<sup>10</sup> utilizados em ambos os setores com os números 1 (Alongamento ou manutenção da maturidade da dívida de acordo com os *cash-flows* previstos e a capacidade de alavancagem do seu balanço), 2 (Assegurar a conformidade com as obrigações de pagamento contraídas, através de uma gestão agilizada das suas maturidades), 3 (Contratação de linhas de crédito, novos financiamentos, *plafonds* e programas de papel comercial), 15 (Manutenção de um nível elevado de recursos livres e imediatamente disponíveis) e 20 (Procura de diversificação das fontes e instrumentos de financiamento). Constata-se que o instrumento número 3 foi o mais utilizado nos dois setores.

<sup>10</sup> De forma a proceder-se a uma melhor representação gráfica, substituímos o nome dos instrumentos de cobertura, por numeração ordenada, como se poderá ver no Anexo nº.6

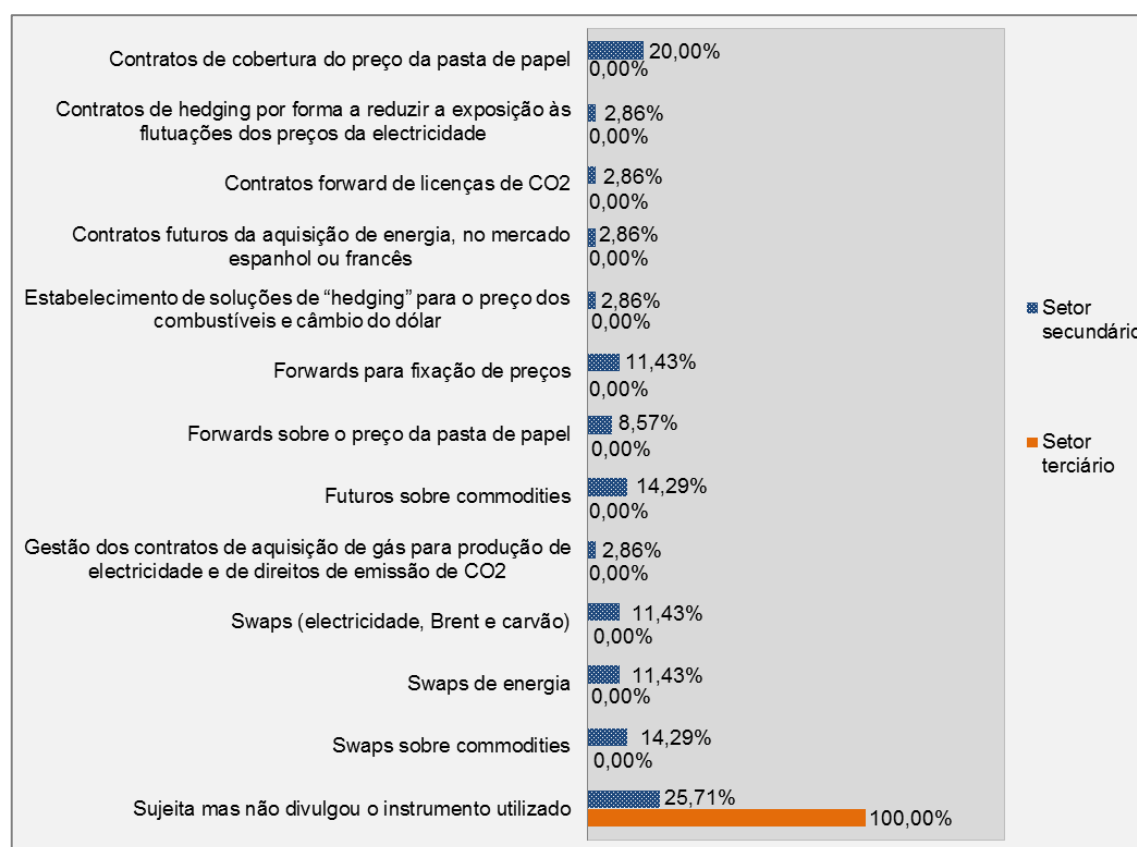
Os restantes instrumentos, menos relevantes, são utilizados isoladamente quer por um, quer por outro setor.

Por fim, analisa-se a cobertura do risco de preço:

**Quadro 14: Instrumentos de cobertura do risco de preço por setor de atividade nas contas individuais**

Instrumento utilizado	Setor Secundário	Setor terciário
<b>Sujeita mas não divulgou o instrumento utilizado</b>	100%	100%

Fonte: Elaboração própria



**Figura 24: Instrumentos de cobertura do risco de preço por setor de atividade nas contas consolidadas**

Fonte: Elaboração própria

Face ao exposto na tabela acima, constatamos que individualmente, e apesar de sujeitas ao risco de preço, nenhuma empresa, quer do setor secundário, quer do setor terciário, divulgou se efetivamente cobria o risco.

Nas contas consolidadas, e relativamente ao setor terciário também não existe divulgação do instrumento de cobertura utilizado.

Quanto ao setor secundário, pela natureza dos instrumentos de cobertura apresentados na figura 24, constatamos que correspondem a instrumentos utilizados pelas empresas de distribuição de gás e eletricidade. Ou seja, são na sua maioria instrumentos que têm como objetivo a limitação dos preços de *commodities*.

#### **4.4 Discussão dos resultados: resposta aos objetivos da investigação**

O estudo efetuado permite-nos estabelecer as notas recapitulativas e de conclusão que se seguem relativamente a cada questão formulada inicialmente:

- **Identificar quais os riscos financeiros inerentes às empresas da amostra.**

De entre os vários tipos de risco financeiro estudados, foram identificados nas empresas do PSI 20, entre 2008 e 2012, os seguintes: risco de crédito, risco de câmbio, risco de taxa de juro, risco de liquidez e risco de preço. Da análise efetuada identificaram-se como mais relevantes, ou seja, como mais comuns, em termos individuais o risco de taxa de juro e o risco de liquidez. Ao nível das contas consolidadas, constatamos que todas as empresas estiveram sujeitas ao risco de crédito e ao risco de taxa de juro, surgindo de seguida os riscos de câmbio e de liquidez (98,67%).

O risco de preço, quer individualmente, quer em termos de contas consolidadas, é aquele a que as empresas estão menos sujeitas.

- **Analisar de que forma são esses riscos cobertos e quais os instrumentos de *hedging* utilizados.**

No que concerne à forma como são os riscos financeiros cobertos, constatámos que não existe preferência por qualquer método ou instrumento de cobertura. Contudo, existem instrumentos que são mais utilizados na cobertura de determinados riscos.



Para cobertura do risco de crédito a “Adoção de mecanismos de cobertura (securitização de crédito, linhas de crédito, *plafonds*, entre outros)” e a “Seleção das contrapartes com elevada qualidade creditícia ou determinado *rating* (mínimo)” são os instrumentos eleitos por grande parte das empresas.

No que concerne à cobertura do risco de câmbio e de taxa de juro, os “*Swaps*” e os “*Forwards* cambiais e de taxa de juro”, respetivamente, são os instrumentos prediletos pela maioria das empresas analisadas. O “*Natural hedging*” é também bastante utilizado se bem que com menor frequência.

Quanto ao risco de liquidez verificamos que os instrumentos de cobertura usados são bastante diversificados evidenciando a heterogeneidade das empresas em análise. Porém, destaca-se, quer nas contas individuais, quer nas consolidadas, a “Adoção de mecanismos de cobertura (linhas de crédito, financiamentos bancários, securitização de crédito, programas de papel comercial e *plafonds*)”.

No que respeita ao risco de preço assistimos a duas situações distintas. Individualmente e, apesar de 22,67% das empresas se encontrarem sujeitas a este tipo de risco financeiro, nenhuma empresa divulgou nos seus relatórios anuais se eventualmente cobriu este risco. Por outro lado, a nível consolidado os produtos mais utilizados são os “*Swaps*” e os “Futuros sobre *commodities*”, o que reflete a presença em grande parte das empresas do setor do gás e eletricidade.

- **Perceber as eventuais diferenças em sede de gestão do risco entre empresas individualmente consideradas e contas consolidadas.**

Quanto a eventuais diferenças em sede de gestão do risco entre empresas individualmente consideradas e contas consolidadas, o que mais se destaca é a quantidade de informação divulgada numa e noutra situação.

A nível consolidado existe uma maior divulgação de informação quanto ao risco financeiro e à forma como este é coberto. Nas contas individuais, contrariamente, a informação existente quanto a este assunto é escassa e na maioria dos casos não é divulgada. Logo, é possível identificar uma maior variedade de instrumentos de cobertura nas contas consolidadas do que nas contas individuais.

A nível da gestão do risco financeiro propriamente dito não foram identificadas diferenças significativas, ou seja, não existem instrumentos de *hedging* ou políticas de cobertura utilizadas nas contas individuais ou consolidadas isoladamente.

- **Identificar possíveis diferenças entre os riscos financeiros e formas de cobertura presentes em cada setor e eventuais diferenças que possam existir de setor para setor de atividade.**

Ao proceder à divisão das empresas que compõem a amostra por setores típicos de atividade constatámos que estas se inserem apenas no setor secundário e terciário, não existindo assim nenhuma empresa do setor primário.

Posteriormente, e analisados os dois setores, verificámos que a maioria dos instrumentos de cobertura utilizados não coincidem, ou seja, cada setor utiliza diferentes instrumentos para cobertura do risco financeiro.

A exceção ocorre relativamente à cobertura do risco de câmbio e de taxa de juro, pois são utilizados em ambos os setores, produtos como: “*Swaps*” e “*Forwards* cambiais e de taxa de juro”; e, à cobertura do risco de liquidez onde o instrumento mais utilizado é a “Contratação e negociação de mecanismos de cobertura (linhas de crédito, plafonds, papel comercial, financiamentos bancário, entre outros)”.

## 5 Conclusões

A realização deste estudo teve como principal objetivo a análise da cobertura do risco financeiro através da informação constante nos relatórios anuais das empresas não financeiras cotada no PSI 20, entre 2008 e 2012.

No mercado global onde atualmente vivemos o dia a dia é pautado por constantes incertezas e céleres mudanças e os investidores são cada vez mais exigentes. A informação económica está em permanente atualização e como tal altera e influencia a forma como os investidores encaram as empresas, assim como as suas decisões de investimento.

O risco é inerente aos negócios. Desta forma, todos os temas que com ele se relacionam, bem como o que à sua cobertura diz respeito, tornam-se fundamentais. Deles depende a estabilidade ou instabilidade financeira da empresa, a concretização ou não dos resultados e a ocorrência de ganhos ou perdas.

Surge, assim, cada vez mais a necessidade de estudar este tema, identificando e explorando o seu impacto nas empresas e eventuais formas de eliminar ou reduzir a sua exposição ao risco.

Uma boa gestão do risco é essencial e, para isso é necessário uma utilização eficaz dos instrumentos de cobertura e uma boa adequação das políticas pelas quais a empresa se rege.

A aplicação da metodologia definida possibilitou responder às questões colocadas e os resultados obtidos permitiram-nos tirar conclusões, das quais salientamos as seguintes:

- De entre os vários tipos de risco financeiro estudados foram identificados nas empresas do PSI 20, durante o período em análise, os seguintes: risco de crédito, risco de câmbio, risco de taxa de juro, risco de liquidez e risco de preço;
- Quanto à forma como os riscos financeiros são cobertos, constatámos que não existe preferência por qualquer método ou instrumento de cobertura. Contudo, existem instrumentos que tipicamente são utilizados na cobertura de determinados riscos;

- Para cobertura do risco de crédito a adoção de “Mecanismos de cobertura (securitização de crédito, linhas de crédito, plafonds, entre outros)” e a “Seleção das contrapartes com elevada qualidade creditícia ou determinado *rating* (mínimo)” são os instrumentos eleitos por grande parte das empresas. No que concerne à cobertura do risco de câmbio e de taxa de juro, os “*Swaps*” e os “*Forwards*” cambiais e de taxa de juro, respetivamente, são os instrumentos prediletos pela maioria das empresas analisadas, seguindo-se o “*Natural hedging*”. Quanto ao risco de liquidez destaca-se, quer nas contas individuais, quer consolidadas a adoção de “Mecanismos de cobertura (linhas de crédito, financiamentos bancários, securitização de crédito, programas de papel comercial e *plafonds*)”. No caso do risco de preço assistimos a duas situações distintas. Individualmente nenhuma empresa divulgou nos seus relatórios anuais se ou como eventualmente cobriu este risco. Já a nível consolidado os produtos mais utilizados são os “*Swaps*” e os “Futuros sobre *commodities*”, o que reflete a presença em grande parte das empresas do setor do gás e eletricidade;
- A nível consolidado existe uma maior divulgação de informação quanto ao risco financeiro e à forma como este é coberto. Nas contas individuais, contrariamente, a informação existente quanto a este assunto é escassa e na maioria dos casos não é divulgada;
- Ao proceder-se à divisão das empresas que compõem a amostra por setores típicos de atividade constatámos que estas se inserem apenas no setor secundário e terciário e, posteriormente analisados os dois setores verificámos que a maioria dos instrumentos de cobertura utilizados não coincidem, ou seja, cada setor utiliza diferentes instrumentos para cobertura do risco financeiro.

Através do estudo realizado foi assim possível conhecer os riscos financeiros a que as empresas em análise estavam expostas, assim como a forma como estas procederam à sua cobertura. Foi possível também identificar diferenças entre contas individuais e consolidadas e comparar setores típicos da atividade económica.

O estudo apresenta algumas limitações considerando que a análise ficou circunscrita apenas à informação contida nos relatórios anuais e foram apenas analisadas empresas não financeiras.

Neste contexto seria interessante estudar o risco presente nas instituições bancárias, bem como a forma como este é mitigado. Outro aspeto interessante a estudar seria as

eventuais diferenças existentes entre as empresas do setor financeiro e as empresas não financeiras.

Um estudo que permitisse não só a identificação dos riscos financeiros presentes nas empresas do PSI 20, mas que, paralelamente, analisasse qual o impacto das diversas formas de cobertura no valor da empresa, seria, muito provavelmente, deveras relevante.



## Bibliografia

- Alves, M. T. V. D., & Graça, M. L. (2013). Divulgação sobre o risco de mercado: um caso de empresas do PSI 20. *Revista Universo Contábil*, 9(3), 163–184. doi:10.4270/ruc.2013327.
- Bacic, M. J., Silveira, R. L. F., & Souza, M. C. A. F. (2010). Gestão imprudente do risco financeiro como elemento de destruição de valor: uma reflexão a partir do uso de derivativos por empresas líderes Brasileiras. *Revista del Instituto Internacional de Costos*, (6), 49–68.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2007). *Princípios de Finanças Empresariais* (8th ed., p. 1032). Madrid: McGraw - Hill Interamericana de Espana, S.A.U.
- Büchi, R. L. (2009). Riesgos financieros después de la crisis subprime. *Contabilidad y Negocios - Revista del Departamento Académico de Ciencias Administrativas*, 4(8), 17–22.
- Cruz, M., Quental, A., & Henriques, A. (2010). A Gestão do Risco nas Empresas do PSI 20. *Auditoria Interna*, (41), 15–32.
- Damodaran, A. (2001). *Corporate: Theory and Practise Finance* (2nd ed., p. 982). Hoboken (NJ): John Wiley & Sons, Inc.
- Deloitte & Touche LLP. (2012). *Risk Assessment in Practise*. COSO (p. 28). Durham, North Carolina: COSO.
- Genov, N. (2013). The Eurozone Crisis: Conditions and effects of Risk Management. *Megatrend Review*, 10(4), 141–162.
- Herrera, F. B., Sepúlveda, A. M., & Gutiérrez, C. P. (2011). Análisis exploratorio de la efectividad de coberturas de instrumentos derivados bajo las IFRS. *Contabilidad y Negocios - Revista del Departamento Académico de Ciencias Administrativas*, 6(11), 5–20.
- ICAEW. (2011). Reporting Business Risks: Meeting Expectations. In *Information for Better Markets Initiative* (p. 90). London: ICAEW.
- International Federation of Accountants, & Financial and Management Accounting Committee. (1999). *Enhancing shareholder wealth by better managing business risk* (p. 48). New York: International Federation of Accountants.
- Knight, F. H. (1964). *Risk, Uncertainty and Profit* (p. 381). New York: Augustus M. Kelley.
- Linsley, P. M., & Shrives, P. J. (2006). Risk reporting: A study of risk disclosures in the annual reports of UK companies. *The British Accounting Review*, 38(4), 387–404. doi:10.1016/j.bar.2006.05.002.

- Lupton, D. (1999). *Risk* (p. 184). London: Routledge.
- Monahan, G. (2008). *Enterprise Risk Management: A Methodology for Achieving Strategic Objectives* (p. 179). New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Park, J., Park, S., Yun, C., & Kim, Y. (2010). Integrated Model for Financial Risk Management in Refinery Planning. *Industrial & Engineering Chemistry Research*, (49), 374–380. doi:10.1021/ie9000713.
- Pinho, C., Valente, R., Madaleno, M., & Vieira, E. (2011). *Risco Financeiro - Medida e Gestão* (p. 433). Lisboa: Edições Sílabo.
- Pinto, A. (2002). Risco económico e financeiro: Seu conceito e gestão. *Gestin*, 1(1), 85–93.
- Ribeiro, P. L., Machado, S. J., & Júnior, J. L. R. (2013). Swap, futuro e opções: impacto do uso de instrumentos derivativos sobre o valor das firmas brasileiras. *Revista de Administração Mackenzie*, 14(1), 126–142.
- Seabra, J. M. Z. (2013). *A Gestão do Risco Financeiro*. Dissertação de Mestrado em Gestão da Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra. Disponível em <https://estudogeral.sib.uc.pt/>.
- Solomon, J. F., Solomon, A., Norton, S. D., & Joseph, N. L. (2000). A Conceptual Framework for Corporate Risk Disclosure Emerging from the Agenda for Corporate Governance Reform. *British Accounting Review*, 32(4), 447–478. doi:10.1006/bare.2000.0145.
- Tarantino, A., & Cernauskas, D. (2011). *Essentials of Risk Management in Finance* (p. 304). New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.



## **Anexos**



## Anexo 1 - Instrumentos de cobertura do risco de crédito nas contas consolidadas

1	Adequação dos prazos concedidos para pagamento e limitação do crédito concedido a clientes, considerando o prazo médio de recebimentos (pmr) de cada um	13	Implementação de controlos adicionais e de monitorização com o objetivo de mitigar os riscos de atrasos nos recebimentos e incumprimentos de crédito pelos clientes
2	Análise do risco do mercado onde o cliente está localizado	14	Implementação de processos e procedimentos pró-ativos de gestão de crédito sempre suportados por sistemas de informação
3	Análise continuada do <i>rating</i> de crédito de cada um dos clientes, antecipadamente à sua aceitação	15	Imposição de limites de crédito com base na classificação do risco de crédito da contraparte, duração da exposição, valor monetário da exposição, experiência e conhecimento individual do cliente com base no <i>rating</i> das instituições de crédito
4	Análise da capacidade técnica, competitividade, notação de crédito, exposição a cada contraparte, evitando-se concentrações significativas de risco de crédito	16	Investimento em aplicações de curto prazo, junto de instituições financeiras diversificadas e com <i>rating</i> de crédito elevado
5	Aplicação de limites de exposição, conforme os limites aprovados internamente de acordo com o <i>rating</i> (definido por entidade externa, ou internamente, caso não exista informação externa) das contrapartes	17	Mecanismos de cobertura (seguros de crédito, cartas de crédito, entre outros)
6	Construção de uma posição de liquidez sólida e gestão eficiente das suas necessidades de financiamento	18	Monitorização da evolução do nível de crédito concedido
7	<i>Credit default swap</i>	19	Negociação e realização de operações financeiras restritas a instituições de crédito de alta qualidade
8	Eficazes ações de comunicação ao mercado e aos diferentes agentes financeiros	20	Organização e manutenção de estruturas de controlo de crédito e cobrança
9	Existência de departamentos específicos de controlo de crédito, cobrança e de gestão de processos em contencioso	21	Prestação de garantias que se destinam a cobrir o risco de não pagamento por fornecimento de serviços
10	Exposição amplamente diversificada e de duração limitada no tempo	22	Realização de análises de imparidade aos valores a receber numa base regular
11	Garantia de que os valores em dívida são efetivamente cobrados dentro dos períodos negociados sem afetar a saúde financeira da empresa	23	Recurso a entidades fornecedoras de informação e perfis de risco de crédito para recolha de elementos do comportamento financeiro dos clientes, contactos regulares com clientes e contactos com outras entidades envolvidas na relação comercial por forma a auxiliar na decisão de concessão de crédito
12	Gestão da concentração de riscos e uma rigorosa seleção de contrapartes que apresentem um elevado prestígio e reconhecimento nacional e internacional com <i>rating</i> emitido por agência de <i>rating</i> internacional mínimo de BBB ou equivalente		

## Anexo 2 - Instrumentos de cobertura do risco de liquidez nas contas individuais

1	Acesso a facilidades de crédito (plafonds), montantes que não utiliza na totalidade, mas que se encontram à sua disposição	14	Garantir que a Empresa maximiza o valor/minimiza o custo de oportunidade da detenção de liquidez excedentária no curto prazo
2	Alongamento ou manutenção da maturidade da dívida de acordo com os <i>cash-flows</i> previstos e a capacidade de alavancagem do seu balanço	15	Gestão dinâmica e flexível dos programas de papel comercial
3	Diversificação das maturidades da dívida, através de uma gestão agilizada das suas maturidades	16	Limitação da amplitude das cláusulas contratuais capazes de despoletar o vencimento antecipado dos empréstimos
4	Contratação com instituições financeiras de facilidades de crédito disponíveis a todo o momento, por um montante que garanta uma liquidez adequada	17	Limitar a probabilidade de incumprimento no reembolso de todas as suas aplicações e empréstimos negociando a amplitude das cláusulas contratuais
5	Mecanismos de cobertura (Contratação de programa de Securitização de créditos comerciais, linhas de crédito, programas de papel comercial)	18	Liquidar todas as obrigações contratuais
6	Derivados de crédito	19	Manter um nível suficiente de recursos livres e imediatamente disponíveis para fazer face aos pagamentos necessários no seu vencimento
7	Diversificação de fontes de financiamento	20	Manutenção de um adequado nível de disponibilidades
8	Elevado nível de diversificação do seu relacionamento com as instituições financeiras que permite agilizar a contratação de novos empréstimos e limitar o impacto negativo de eventuais descontinuações de relacionamento	21	Planeamento financeiro consistente baseado em previsões de <i>cash-flows</i>
9	Empréstimo obrigacionista a MLP	22	Minimizar o custo de oportunidade de detenção de liquidez excedentária no CP
10	Estabelecimento de relações de parceria com as entidades financiadoras, assegurando o seu apoio financeiro à Sociedade e às suas participadas numa ótica de MLP, nas melhores e/ou nas mais desfavoráveis conjunturas, que ciclicamente afetam todos os negócios	23	Realização de um rigoroso planeamento financeiro, por Sociedade, concretizado na elaboração e revisão periódica de orçamentos de tesouraria, possibilitando a previsão antecipada de excedentes e <i>deficits</i> futuros de tesouraria, e a otimização e gestão integrada de fluxos financeiros entre a Sociedade e as suas participadas
11	Financiamento dos investimentos no MLP, adequando as maturidades da dívida e o plano de pagamento das responsabilidades resultantes do financiamento à capacidade de geração de fluxos de caixa de cada projeto ou Sociedade	24	Manutenção de uma estrutura de dívida nas Sociedades, com níveis de financiamento no médio e longo prazo situados entre os 60% a 70%, reduzindo assim a sua dependência de fundos mais voláteis de curto prazo, criando-se alguma imunização a fatores conjunturais dos mercados financeiros
12	Garantir o acesso permanente e da forma mais eficiente a fundos suficientes para fazer face aos pagamentos correntes nas respetivas datas de vencimento, bem como a eventuais solicitações de fundos nos prazos definidos para tal, ainda que não previsto	25	Negociação de limites de crédito
13	Garantir que a dívida financeira tem uma componente elevada de MLP com maturidades adequadas às características das indústrias onde as suas subsidiárias exercem a sua atividade		

### Anexo 3 - Instrumentos de cobertura do risco de liquidez nas contas consolidadas

1	Alongamento ou manutenção da maturidade da dívida de acordo com os <i>cash-flows</i> previstos e a capacidade de alavancagem do seu balanço	14	Garantir que as Empresas maximizam o valor/minimizam o custo de oportunidade da detenção de liquidez excedentária no CP
2	Assegurar a conformidade com as obrigações de pagamento contraídas	15	Gestão dinâmica e flexível de linhas de crédito e de papel comercial, com compromisso de tomada firme
3	Compatibilizar os prazos de vencimento de ativos e passivos, através de uma gestão agilizada das suas maturidades	16	Investimento por recurso ao mercado limitado à contratação de operações com contrapartes elegíveis, isto é, que cumpram com determinadas notações de <i>rating</i> previamente definidas pela Administração, e limitada a determinados montantes máximos por contraparte
4	Contratação com Bancos de relacionamento, de linhas de crédito de curto prazo ( <i>committed e uncommitted</i> ), programas de papel comercial, e outros tipos de operações financeiras (como é o caso do programa de Securitização de créditos comerciais)	17	Limitação da amplitude das cláusulas contratuais capazes de despoletar o vencimento antecipado dos empréstimos
5	Contratação com instituições financeiras de facilidades de crédito disponíveis a todo o momento, por um montante que garanta uma liquidez adequada	18	Limitação da probabilidade de incumprimento no reembolso de todas as suas aplicações e empréstimos negociando a amplitude das cláusulas contratuais
6	Mecanismos de cobertura (Contratação e manutenção de linhas de crédito, financiamentos bancário, programas de papel comercial)	19	Manutenção de um perfil diversificado nos financiamentos
7	Derivados de crédito	20	Manutenção de um adequado nível de disponibilidades, quer para fazer face às necessidades de CP e de MLP, quer para liquidar todas as suas obrigações contratuais e eventuais solicitações não previstas
8	Diversificação de fontes de financiamento e diversificação das maturidades da dívida emitida de modo a evitar a concentração excessiva em curtos períodos de tempo das amortizações de dívida	21	Manutenção de uma estrutura de dívida nas empresas, com níveis de financiamento no médio e longo prazo situados entre os 60% a 70%, reduzindo assim a sua dependência de fundos mais voláteis de curto prazo, criando-se alguma imunização a fatores conjunturais dos mercados financeiros
9	Emissão de obrigações por oferta particular e direta e por oferta Pública de Subscrição	22	Minimizar a probabilidade de incumprimento no reembolso de qualquer aplicação de fundos
10	Escalonamento do vencimento da dívida financeira ao longo do tempo, procurando estender a maturidade média da dívida para a tornar mais coincidente com o grau de permanência de alguns ativos de longo prazo detidos pelo Grupo	23	Minimizar o custo de oportunidade de detenção de liquidez excedentária no CP
11	Estabelecimento de relações de parceria com as entidades financiadores, assegurando o seu apoio financeiro ao Grupo numa ótica de longo prazo, nas melhores e/ou nas mais desfavoráveis conjunturas, que ciclicamente afetam todos os negócios	24	Planeamento financeiro consistente baseado em previsões de <i>cash-flow</i> quer ao nível das operações (países), quer ao nível consolidado, de acordo com diferentes horizontes temporais (semanal, mensal, anual e plurianual)
12	Financiamento dos investimentos no MLP, adequando as maturidades da dívida e o plano de pagamento das responsabilidades resultantes do financiamento, à capacidade de geração de fluxos de caixa de cada projeto ou empresa	25	Realização de um rigoroso planeamento financeiro, por empresa, concretizado na elaboração e revisão periódica de orçamentos de tesouraria, possibilitando a previsão antecipada de excedentes e <i>deficits</i> futuros de tesouraria, e a otimização e gestão integrada de fluxos financeiros entre participadas do Grupo
13	Garantir que a dívida financeira tem uma componente elevada de médio e longo prazo com maturidades adequadas às características da indústria em que exerce a sua atividade		

#### Anexo 4 - Instrumentos de cobertura do risco de crédito por setor de atividade nas contas consolidadas

1	A exposição é amplamente diversificada e de duração limitada no tempo	12	Imposição de limites de crédito com base na classificação do risco de crédito da contraparte, na duração da exposição e no valor monetário da exposição ao risco de crédito
2	Adequação dos prazos concedidos para pagamento	13	Investir em aplicações de CP, junto de instituições financeiras diversificadas e com <i>rating</i> de crédito elevado
3	Analisar o risco do mercado onde o cliente está localizado	14	Limitar o crédito concedido a clientes, considerando o PMR de recebimentos de cada cliente
4	Análise continuada do <i>rating</i> de crédito de cada um dos clientes, antecipadamente à sua aceitação	15	Mecanismos de cobertura (seguros de crédito, cartas de crédito, entre outros)
5	Análise da capacidade técnica, competitividade, notação de crédito e exposição a cada contraparte, evitando-se concentrações significativas de risco de crédito	16	Monitorizar a evolução do nível de crédito concedido
6	Construção de uma posição de liquidez sólida e da gestão eficiente das suas necessidades de financiamento	17	Operações financeiras restritas a instituições de crédito nacionais e internacionais de alta qualidade
7	<i>Credit default swap</i>	18	Prestação de garantias que se destinam a cobrir o risco de não pagamento por fornecimento de serviços
8	Eficazes ações de comunicação ao mercado e aos diferentes agentes financeiros	19	Realizar análises de imparidade e recuperabilidade aos valores a receber numa base regular
9	Existência de departamentos específicos de controlo de crédito, cobrança e de gestão de processos em contencioso	20	Recurso a entidades fornecedoras de informação e perfis de risco de crédito, que permitem fundamentar a decisão de concessão de crédito
10	Garantir que os valores em dívida são efetivamente cobrados dentro dos períodos negociados sem afetar a saúde financeira da empresa	21	Vendas efetuadas apenas a clientes com um histórico de crédito apropriado e que se encontram dentro dos limites da exposição dos saldos máximos pré-definidos e aprovados para cada cliente
11	Implementação de controlos adicionais e de monitorização com o objetivo de mitigar os riscos de atrasos nos recebimentos e incumprimentos de crédito pelos clientes		

## Anexo 5 - Instrumentos de cobertura do risco de liquidez por setor de atividade nas contas individuais

1	Planeamento financeiro consistente e de acordo com os <i>cash-flows</i> previstos e a capacidade de alavancagem do seu balanço	12	Limitação da amplitude das cláusulas contratuais capazes de despoletar o vencimento antecipado dos empréstimos
2	Compatibilizar os prazos de vencimento de ativos e passivos, através de uma gestão agilizada das suas maturidades.	13	Limitar a probabilidade de incumprimento no reembolso de todas as suas aplicações e empréstimos negociando a amplitude das cláusulas contratuais
3	Contratação de mecanismos de cobertura (programas de securitização de créditos comerciais, programas de papel comercial, <i>plafonds</i> , linhas de crédito, empréstimos obrigacionistas)	14	Liquidar todas as obrigações contratuais
4	Derivados de crédito	15	Manter um nível suficiente de recursos livres e imediatamente disponíveis para fazer face aos pagamentos necessários no seu vencimento
5	Diversificação das maturidades da dívida emitida e das fontes de financiamento	16	Manutenção de um adequado nível de disponibilidades
6	Estabelecimento de relações de parceria com as entidades financiadoras, assegurando o seu apoio financeiro à Sociedade e às suas participadas numa ótica de longo prazo, nas melhores e/ou nas mais desfavoráveis conjunturas, que ciclicamente afetam todos os negócios	17	Manutenção de uma estrutura de dívida nas Sociedades, com níveis de financiamento no médio e longo prazo situados entre os 60% a 70%, reduzindo assim a sua dependência de fundos mais voláteis de curto prazo, criando-se alguma imunização a fatores conjunturais dos mercados financeiros
7	Financiamento dos investimentos no mlp, adequando as maturidades da dívida e o plano de pagamento das responsabilidades resultantes do financiamento à capacidade de geração de fluxos de caixa de cada projeto ou Sociedade	18	Minimizar a probabilidade de incumprimento no reembolso de qualquer aplicação de fundos
8	Garantir o acesso permanente e da forma mais eficiente a fundos suficientes para fazer face aos pagamentos correntes nas respetivas datas de vencimento, bem como a eventuais solicitações de fundos nos prazos definidos para tal, ainda que não previsto	19	Minimizar o custo de oportunidade de detenção de liquidez excedentária no curto prazo.
9	Garantir que a dívida financeira tem uma componente elevada de médio e longo prazo com maturidades adequadas às características das indústrias onde as suas subsidiárias exercem a sua atividade	20	Negociação de limites de crédito
10	Garantir que a Empresa maximiza o valor / minimiza o custo de oportunidade da detenção de liquidez excedentária no curto prazo	21	Realização de um rigoroso planeamento financeiro, por Sociedade, concretizado na elaboração e revisão periódica de orçamentos de tesouraria, possibilitando a previsão antecipada de excedentes e deficits futuros de tesouraria, e a otimização e gestão integrada de fluxos financeiros entre a Sociedade e as suas participadas
11	Gestão dinâmica e flexível dos programas de papel comercial		

## Anexo 6 - Instrumentos de cobertura do risco de liquidez por setor de atividade nas contas consolidadas

1	Alongamento ou manutenção da maturidade da dívida de acordo com os <i>cash-flows</i> previstos e a capacidade de alavancagem do seu balanço	12	Gestão dinâmica e flexível de linhas de crédito e de papel comercial, com compromisso de tomada firme
2	Assegurar a conformidade com as obrigações de pagamento contraídas, através de uma gestão agilizada das suas maturidades	13	Limitação da amplitude das cláusulas contratuais capazes de despoletar o vencimento antecipado dos empréstimos
3	Contratação de linhas de crédito, novos financiamentos, <i>plafonds</i> e programas de papel comercial	14	Limitar a probabilidade de incumprimento no reembolso de toda as suas aplicações e empréstimos negociando a amplitude das cláusulas contratuais
4	Derivados de crédito	15	Manutenção de um nível elevado de recursos livres e imediatamente disponíveis
5	Emissão de obrigações por oferta particular e direta e por oferta pública de subscrição	16	Manutenção de uma estrutura de dívida nas empresas, com níveis de financiamento no médio e longo prazo situados entre os 60% a 70%, reduzindo assim a sua dependência de fundos mais voláteis de CP, criando-se alguma imunização a fatores conjunturais dos mercados financeiros
6	Escalonamento do vencimento da dívida financeira ao longo do tempo, procurando estender a maturidade média da dívida para a tornar mais coincidente com o grau de permanência de alguns ativos de longo prazo detidos pelo Grupo	17	Minimizar a probabilidade de incumprimento no reembolso de qualquer aplicação de fundos
7	Estabelecimento de relações de parceria com as entidades financiadores, assegurando o seu apoio financeiro ao Grupo numa ótica de longo prazo, nas melhores e/ou nas mais desfavoráveis conjunturas, que ciclicamente afetam todos os negócios	18	Minimizar o custo de oportunidade de detenção de liquidez excedentária no curto prazo
8	Financiamento dos investimentos no MLP, adequando as maturidades da dívida e o plano de pagamento das responsabilidades resultantes do financiamento, à capacidade de geração de fluxos de caixa de cada projeto ou empresa	19	O investimento por recurso ao mercado limitado à contratação de operações com contrapartes determinadas notações de <i>rating</i> previamente definidas pela Administração, e limitada a determinados montantes máximos por contraparte
9	Garantir o acesso permanente e da forma mais eficiente a fundos suficientes para fazer face aos pagamentos correntes, bem como a eventuais solicitações de fundos nos prazos definidos para tal, ainda que não previstos	20	Procura de diversificação das fontes e instrumentos de financiamento
10	Garantir que a sua dívida financeira tem uma componente elevada de MLP com maturidades adequadas às características da indústria em que exerce a sua atividade	21	Realização de um rigoroso planeamento financeiro, por empresa, concretizado na elaboração e revisão periódica de orçamentos de tesouraria, possibilitando a previsão antecipada de excedentes e <i>deficits</i> futuros de tesouraria, e a otimização e gestão integrada de fluxos financeiros entre participadas do Grupo
11	Garantir que as Empresas maximizam o valor/minimizam o custo de oportunidade da detenção de liquidez excedentária no CP		